

HD 2746.5

SSb

1992

RESERVADO



AQUISIÇÃO DE EMPRESAS

O factor "negociação" num processo privado
de aquisição amigável doméstica

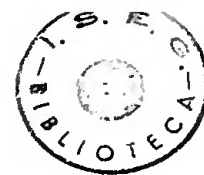
por: António José Cardoso de Sousa Simões

Dissertação no âmbito do Quinto Curso
Especializado Conducente ao Mestrado em
Gestão, ministrado no Instituto Superior de
Economia e Gestão da Universidade Técnica
de Lisboa, para obtenção do grau de Mestre
em Gestão.



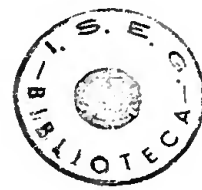
ÍNDICE

INTRODUÇÃO	5
1. — FUSÕES E AQUISIÇÕES: UMA OPÇÃO ESTRATÉGICA	8
1.1 — Conceitos Fundamentais	8
1.2 — O processo de gestão estratégica	10
1.3 — Estratégias alternativas	13
1.4 — Variantes das estratégias de expansão e de retracção	16
1.5 — Casos particulares de fusões, aquisições e alienações	19
1.6 — Classificação das fusões e aquisições	23
2. — O DESENNOLAR DE UM PROCESSO DE AQUISIÇÃO AMIGÁVEL	26
2.1 — O processo de aquisição	26
2.1.1 — Aquisição vs. alienação	26
2.1.2 — Razões para adquirir e para alienar	28
2.1.3 — Aquisição hostil vs. aquisição amigável	33
2.1.4 — Fases de um processo de aquisição amigável	36
2.2 — O planeamento da transacção	38
2.2.1. — Âmbito desta fase	38
2.2.2 — Definição da estratégia	38
2.2.3 — Pesquisa de candidatos a alvo	40
2.2.4 — O planeamento do desinvestimento	43
2.2.5 — As formas de financiamento	47
2.2.6 — Planear a integração	52
2.2.7 — A importância dos factores não-quantitativos	55



2.3 — Avaliação da empresa alvo	56
2.3.1 — Acordo de confidencialidade	56
2.3.2 — A equipa de aquisição	57
2.3.3 — O processo de investigação	59
2.3.4 — Os "valores" da empresa	61
2.3.5 — Um novo conceito: o edgeware	63
2.3.6 — Outras abordagens ao cálculo do valor	66
2.3.7 — A autoavaliação permanente	68
2.4 — A fase de negociação	69
2.5 — A integração	72
2.5.1 — Os problemas do período de transição	72
2.5.2 — O plano de integração	73
2.5.3 — A importância da rapidez na mudança	75
2.5.4 — As diferenças culturais	78
2.5.5 — A modificação de estruturas	80
2.5.6 — A gestão financeira no período de transição	81
3 — A NEGOCIAÇÃO DA AQUISIÇÃO	84
3.1 — Considerações gerais	84
3.2 — Preparar a negociação	86
3.3 — Linhas de orientação	88
3.4 — Tácticas a empregar	92
3.4.1 — Tácticas do comprador	92
3.4.2 — Tácticas do vendedor	94

3.5 — Carta de intenções	95
3.6 — Estabelecimento do preço	97
3.6.1 — Formas de pagamento	97
3.6.2 — Estruturas de pagamento	100
3.7 — Breve referência a aspectos fiscais	104
3.8 — Negociação do preço vs. negociação da integração	109
3.9 — O contrato de aquisição	112
CONSIDERAÇÕES FINAIS	115
BIBLIOGRAFIA CONSULTADA	119



INTRODUÇÃO

Este trabalho tem por objectivo abordar o fenómeno da aquisição de empresas segundo uma perspectiva estratégica, dando especial ênfase aos problemas que se colocam na negociação de uma aquisição amigável.

Embora possam ser feitas referências esporádicas a ofertas públicas de aquisições ou à aquisição de partes de capital através de operações de bolsa, não pretende este trabalho abordar aquisições cujo processo tenha um carácter público, mas antes estudar apenas processos privados de aquisição. Pelo exposto se compreende que, por maioria de razões, também não seja aqui abordada a problemática das privatizações.

Por outro lado, muito embora possa o processo de aquisição descrito aplicar-se em qualquer país ou região dotada de autonomia legislativa, será adoptado como paradigma um processo de aquisição doméstica, não sendo por isso desenvolvidos aspectos específicos de aquisições internacionais. A abordagem de uma tal problemática obrigar-nos-ia a considerar estratégias globais de aquisições e alienações e a incluir, em cada fase do processo, questões de natureza geográfica, legal e sócio-cultural. O eventual enriquecimento de um estudo abordando um âmbito mais vasto desviar-nos-ia porém do tema central do trabalho.

Este tema — a importância da "negociação" num processo privado de aquisição amigável doméstica — vem pôr a tónica por um lado, na

conceptualização do processo e na forma como é conseguida a ligação entre as suas diferentes fases e, por outro, nas negociações formais a encetar entre representantes das duas empresas visando atingir um acordo, sendo aqui especialmente relevadas questões de natureza metodológica.

Assim sendo, compreende-se que tenham sido abordados de uma forma aligeirada aspectos de natureza financeira, e que não tenhamos sequer incorporado no trabalho, a não ser ocasionalmente, aspectos contabilísticos ou jurídico-fiscais. Tal exclusão é propositada, dado que estes aspectos são meramente acessórios se tivermos em conta a perspectiva com que o tema central é encarado; claro está que, numa perspectiva diferente, poderiam ser elementos importantes ou até essenciais, merecendo um tratamento desenvolvido e aprofundado. A opção feita pelo autor não deve, em caso algum, ser entendida como uma atitude de menosprezo por assuntos que são importantes e que — desculpe-se o tom confessional destas afirmações — até lhe são caros, mas tão-só como uma forma de delimitar adequadamente o tema desta dissertação.

Ao longo do texto, aparecem com alguma frequência as palavras "acções" e "accionistas". A não ser em casos, facilmente identificáveis, em que estes termos são usados na sua acepção terminológica correcta, era intenção do autor estender o seu significado para englobar os conceitos de, respectivamente, "partes sociais" e "sócios".

Feitas estas considerações, resta-nos apresentar sinteticamente o plano da obra. Divide-se esta em três partes:

- Na primeira, enquadram-se as fusões e aquisições no espectro de opções estratégicas à disposição da Administração/Direcção Geral da empresa.
- Seguidamente, é abordado o caso particular da aquisição amigável doméstica, sendo descritas com algum pormenor as fases em que se decompõe um processo privado de aquisição deste tipo, tanto na óptica da empresa adquirente como na da empresa alvo.
- Por fim, será estudada com maior especificidade a fase da negociação; serão destacados, entre outros, os aspectos referentes à preparação da negociação, às regras a respeitar, às tácticas negociais mais comuns e ao estabelecimento de um preço por comum acordo.

1. — FUSÕES E AQUISIÇÕES: UMA OPÇÃO ESTRATÉGICA

1.1 — Conceitos Fundamentais

Qualquer que seja a organização criada pelo homem, ela nasce com uma missão específica a cumprir. Essa missão, que ajuda a legitimar o papel que essa organização vai preencher na sociedade, é a razão principal da sua existência(*).

Numa empresa, essa missão, que deve ser definida explícita e formalmente em termos claros e precisos, inclui o conceito, mais concreto, de negócio. Podemos definir negócio como sendo a natureza dos produtos fornecidos, dos mercados abrangidos e das funções utilizadas pela empresa(**). Nesta definição entende-se por função cada uma das actividades, tecnologias ou processos de que a empresa se serve para a potencial obtenção de valor acrescentado; tanto produto como mercado devem aqui ser entendidos na sua acepção mais ampla.

Para levar a bom termo a sua missão, devem ser definidos, ao longo da sua existência, os fins que a empresa procura atingir, i.e., os seus objectivos. Geralmente os objectivos são múltiplos, devem ser atingíveis mas desafiantes e devem ser definidos em termos formais, específicos, calendarizados, mensuráveis e com prioridades.

(*) cf. GLUECK, op. cit., p.77

(**) cf. *ibidem*

Admitindo que, em cada instante da vida da empresa os seus responsáveis visam a prossecução dos objectivos definidos (para toda a organização e numa perspectiva de longo prazo) de uma forma racional, parece-nos que a via mais adequada para atingir tal desiderato será a gestão estratégica.

A gestão estratégica é simultaneamente uma filosofia de gestão e um processo. Como filosofia de gestão, tem subjacente a óptica de sistema total, já que permite um meio de encarar de uma forma global todas as actividades desenvolvidas na empresa e de perspectivizar mais realisticamente o ambiente em que esta se enquadra, reforçando-se indirectamente a interacção empresa/ambiente. Consegue-se, com a correcta utilização da metodologia e técnicas preconizadas pela gestão estratégica, resolver de uma só vez dois problemas essenciais: a integração de todos os componentes estruturais da organização, o que se traduz economicamente por uma maior eficiência; e uma maior propensão para se adaptar à mudança, o que irá conferir à sua gestão um maior grau de eficácia.

A gestão estratégica é também um processo contínuo e iterativo de decisões e acções que permitem o desenvolvimento de um *'unified, comprehensive and integrated plan that relates the strategic advantages of the firm to the challenges of the environment [...]* designed to ensure that the basic objectives of the enterprise are achieved through proper execution by the

organization'(*) e a sua efectiva implementação e controlo. A este plano chama-se estratégia.

Apesar de se tratarem de duas abordagens complementares e indissociáveis de um mesmo fenómeno é a esta última — a gestão estratégica como processo — que vamos seguidamente dedicar a nossa atenção.

1.2 — O processo de gestão estratégica

Tendo por base a missão e os objectivos pré-definidos(**), os estrategos — decisores máximos em questões relativas à gestão estratégica, e que devem coincidir com os titulares dos lugares de topo da pirâmide organizacional — trabalhando em equipa, eventualmente coadjuvados por consultores externos, pelo *staff* de planeamento da empresa, ou até, para a discussão de assuntos específicos, de gestores de nível hierárquico inferior, deverão iniciar um processo sequencial que abrange três grandes fases:

(*) GLUECK, op. cit., p.30

(**) Mais rigorosamente, deveriam, além destes elementos, encontrar-se já definidos os valores da organização, a relação que a organização mantém com cada interessado (*stakeholder*), e ainda, caso existam, as divisões (*strategic business centers*). A definição deste conjunto de elementos, a que se pode chamar "visão da empresa", é de facto o passo inicial (fase zero) do processo de gestão estratégica.

- 1ª) Análise e diagnóstico da empresa;
- 2ª) Escolha da estratégia;
- 3ª) Implementação da estratégia.

A primeira fase abrange: uma análise exaustiva do ambiente geral e do ambiente transaccional, que permita definir as oportunidades e ameaças latentes e o impacto que elas podem ter na empresa; um exame à situação interna da organização, que conduza à identificação dos seus pontos fortes e fracos.

O impacto para a empresa de cada um dos seus pontos fortes e fracos e de cada uma das oportunidades e ameaças ambientais deverá ser determinado, ou pelo menos deverá haver uma ordenação de acordo com a respectiva relevância(*), obtendo-se como resumo do trabalho desenvolvido nesta fase o perfil de condições internas e o perfil de condições externas.

Na segunda fase há que, tendo em conta o diagnóstico já elaborado, escolher de entre todas as estratégias alternativas que possam levar à consecução dos objectivos, aquela que se afigure como sendo a mais adequada.

Para que a estratégia escolhida seja de facto executada é necessário decidir sobre a estrutura organizacional a adoptar e os recursos necessários a empregar, procedendo depois à elaboração

(*) Existem técnicas quantitativas para a determinação deste impacto. Porém, na base dos cálculos, há sempre um juízo qualitativo sobre a importância relativa de cada item considerado. Sobre este assunto, vd. HAX, op. cit., *passim*.

de planos e políticas e à definição de um estilo de gestão; é também necessário um sistema permanente de avaliação e controlo que, por um lado, permita detectar desvios à estratégia delineada e, por outro, permita avaliar a própria estratégia, comparando os resultados conseguidos com aqueles que ela se propôs conseguir. São todos estes aspectos de implementação, avaliação e controlo que são contemplados na terceira fase.

O processo de gestão estratégica não acaba aqui pois ele é, como já dissemos, iterativo. Isto deve-se a um constante controlo de cada uma das etapas do processo, que pode levar à modificação do que nelas ficou estabelecido. Assim, havendo em dado momento uma discrepância significativa entre os resultados conseguidos e os objectivos definidos, tal pode dever-se a uma má implementação da estratégia, à escolha de uma estratégia errada, a uma crise organizacional surgida internamente, à mudança de condicionantes ambientais, a um diagnóstico da empresa e/ou do seu ambiente incorrecto ou incompleto, ou até à incorrecta ou deficiente definição dos objectivos empresariais. Ora a análise das deficiências encontradas, que deve ser feita partindo "de baixo para cima" para que se consigam detectar as origens dos desvios de uma forma sistemática, obriga a refazer todas as etapas, começando "de cima para baixo" por forma a que o novo ciclo do processo de gestão estratégica mantenha a sua coerência global.

Em síntese, trata-se de um processo permanente e dinâmico que envolve os decisores da empresa a todos os níveis (global, divisional, funcional e operacional), exigindo deles o maior empenhamento na

quota-parte de participação que a cada um incumbe. Esta pode ser exercida através de estudos técnicos parcelares, propostas ou intervenções em debates sobre a "empresa real" que conduzam à definição da estratégia, ou através da elaboração de planos, políticas ou meras medidas pontuais que levem ao cumprimento da estratégia definida e a meios que permitam, não só o controlo desse cumprimento, mas sobretudo o controlo e a avaliação de todo o processo.

1.3 — Estratégias alternativas

Estando definidos a missão e objectivos organizacionais, por um lado, e por outro os perfis das condições internas e externas, que resumem a actual situação da empresa, os estrategos encontram-se, no início da segunda fase, a braços com o delicado trabalho que, por definição, lhes compete — delinear a estratégia.

Não vamos aqui debruçar-nos sobre os diferentes métodos e técnicas de análise, alguns deles bastante sofisticados, para decidir sobre a estratégia "ideal". Em vez disso vamos olhar directamente para os *outputs* possíveis desta fase do processo, tentando sistematizar as diferentes alternativas pelas quais podemos optar.

Aparentemente esta é uma tarefa ciclópica. De facto, tendencialmente, o número de estratégias alternativas é infinito. Porém podemos simplificar esta questão, começando por dizer que basicamente há três alternativas estratégicas. São as chamadas

alternativas genéricas: expansão, retracção e estabilidade. Podemos acrescentar um quarto tipo — alternativas de combinação — que, como o nome indica, correspondem à combinação de pelo menos duas das três alternativas anteriormente citadas.

Tendo em conta os três componentes que entram na definição de "negócio" [vide pag.8], podemos dizer que as estratégias de estabilidade caracterizam-se pela manutenção da definição existente, enquanto que as de expansão ou retracção modificam essa definição, ampliando ou restringindo respectivamente o âmbito de pelo menos um dos três componentes.

Qualquer uma das quatro alternativas genéricas apresentadas pode ser bem sucedida ou, pelo contrário, pode falhar, tudo dependendo da situação concreta da empresa e dos objectivos que esta actualmente pretende atingir. Correndo, portanto, o risco de excessiva generalização, pode afirmar-se que os cenários em que a probabilidade de ser usada com sucesso cada uma destas alternativas é maior são(*):

Estabilidade - empresa em boa situação, ambiente não demasiado volátil, produto no estágio de maturidade.

Expansão - empresas em sectores muito voláteis e competitivos, produto nos estádios de lançamento ou crescimento.

Retracção - empresa em má situação, possibilidade de obter melhor rendimento de outra forma, produto em declínio.

(*) cf. GLUECK, op. cit., p.216

Combinação - empresas divisionalizadas (correspondendo cada divisão a um negócio distinto), período de transição económica, pontos de viragem do ciclo de vida do produto.

Feita esta primeira abordagem às alternativas de que dispomos, podemos ir um pouco mais além, considerando várias dimensões que permitam a subdivisão das alternativas genéricas. As dimensões resultam da constatação de que, segundo uma certa perspectiva, se podem desenvolver duas formas opostas de implementar a alternativa genérica escolhida. Como qualquer situação pode sempre ser observada sob múltiplas perspectivas, as dimensões não são incompatíveis, pelo que cada alternativa genérica pode vir a ser "melhorada" através da opção simultânea pela forma mais conveniente de cada uma das dimensões estudadas. Daqui resulta uma grande variedade de opções, também designadas por variantes da estratégia genérica escolhida.

As dimensões mais frequentemente utilizadas são: o grau de independência perante terceiros na implementação da estratégia, (interna/externa); a relação entre novos produtos/mercados/ funções e os existentes (relacionada/não relacionada); mudança na definição do negócio, pela modificação de produtos/mercados vs. funções (horizontal/vertical); a atitude característica do decisor (activa/passiva); a vontade de ultrapassar fronteiras geográficas (internacional/nacional).

1.4 — Variantes das estratégias de expansão e de retracção

Para exemplificar o que acima foi dito, tomemos a alternativa estratégica de expansão. Começando por abordar os componentes do negócio e mais particularmente o binómio produtos/mercados, obtemos as seguintes formas de expansão: aumento da gama de produtos, mantendo-se os mesmos mercados; procura de novos mercados para os produtos existentes; criação de novos produtos com a procura simultânea de novos mercados.

Esta última forma, a que se costuma chamar diversificação, pode revestir muitos aspectos: podem manter-se as mesmas funções, incidindo o esforço da empresa sobre a procura de produtos e mercados complementares (integração horizontal) ou, pelo contrário, pode esse esforço incidir sobre a procura de novas funções a montante ou a jusante das que actualmente a empresa desenvolve (integração vertical); pode apostar-se na inovação através da concepção de produtos com características distintivas dos existentes no mercado — o que exige um incremento da investigação e desenvolvimento (I&D) efectuada na empresa — ou através da originalidade dos meios com que se conseguem abordar os mercados (estratégia activa), ou, pelo contrário, apresentar produtos já conhecidos e abordar o mercado pelos meios tradicionais (estratégia passiva); os produtos, os mercados ou funções podem estar relacionados (diversificação concêntrica) ou podem não o estar (diversificação conglomerada).

Tudo isto pode ser visto numa outra dimensão: a empresa pode crescer apoiada apenas nas suas próprias forças (expansão interna) ou, pelo contrário, apoiando-se noutras empresas (expansão externa), nomeadamente através de fusões e aquisições.

Se a alternativa escolhida for a retracção, tudo o que acima foi dito continua válido, *mutatis mutandis*, tendo em atenção que se trata agora de reduzir componentes do negócio.

Particularmente no que se refere à retracção externa, ela pode ser prosseguida através do desinvestimento, que consiste na alienação total ou parcial da empresa ou do seu património.

Vemos assim que as decisões que estão na base das fusões, aquisições e alienações de empresas são decisões estratégicas, em que na escolha das respectivas estratégias, quando chegou o momento de comparar as vantagens e inconvenientes em continuar sozinha ou com o auxílio de forças externas, se optou por esta última via.

Howell(*), opondo-se à divisão clássica das aquisições em horizontais, verticais e conglomerados, propõe uma nova classificação, dividindo-as em três grandes classes. Assim, há aquisições financeiras, de *marketing*, ou de produção, consoante os motivos estratégicos que levaram à decisão de aquisição. As implicações em cada uma das fases do processo de aquisição será diferente conforme a classe em que esteja enquadrada uma dada aquisição.

(*) op. cit., *passim*

O que se pretende com esta nova classificação é desenvolver um sistema em que o *management* consiga perspectivar todo o processo de aquisição, planear a estratégia de expansão de forma consistente com os objectivos da empresa, e assegurar o sucesso da integração e da organização da empresa a adquirir.

A via externa não se esgota, porém, com as hipóteses de fusão, aquisição ou alienação; existe um sem-número de formas de colaboração, com maior ou menor intensidade, entre empresas, a que vamos genericamente chamar acordos.

De entre estes acordos, livremente negociados entre as partes, destacamos: a sub-contratação; a obtenção de licenças para produzir ou comercializar em determinado mercado; consórcios para standardizar processos de produção ou tecnologias; franchising, acordo entre duas empresas jurídica e financeiramente distintas, mas em que existe uma certa dependência económica de uma delas, que comercializa produtos patenteados por outra empresa comprometendo-se a manter a imagem de marca desses produtos ou dessa empresa; troca de colecções de mercadorias, que permite o aumento das vendas de ambas as empresas, que operam em mercados geograficamente distintos; e as joint-ventures, sobre as quais se tecem seguidamente algumas considerações.

Uma *joint-venture* implica a criação de uma nova organização, a partir da junção de capital proveniente de duas ou mais empresas independentes. As razões para uma *joint-venture* são variadas, podendo citar-se a redução de riscos em investimentos avultados, a introdução rápida de produtos e tecnologias, a diminuição de todo o

tipo de custos em virtude de ganhos de sinergia e de economias de escala, e a manutenção da independência das empresas que a constituem. As *joint-ventures* constituem alianças estratégicas que podem posteriormente evoluir para outras formas de colaboração e até transformar-se em fusões ou aquisições. De facto pode suceder, sobretudo com *managers* aversos ao risco, que as *joint-ventures* sejam usadas para "testar as águas": a partir de uma relação inicial fraca, as empresas vão, à medida que aumenta a confiança e o conhecimento recíproco, procedendo a sucessivos acordos que podem culminar na fusão ou aquisição que inicialmente se receava.

1.5 — Casos particulares de fusões, aquisições e alienações

Numa certa perspectiva, podemos começar por dizer que há aquisições públicas e aquisições privadas. As aquisições públicas, vulgarmente conhecidas pela sigla OPA, dizem respeito apenas à aquisição total ou parcial de acções de sociedades anónimas cotadas na Bolsa, e regem-se, no caso português, pelos artºs 306º a 315º do Código das Sociedades Comerciais (CSC). Porém, só é obrigatório o recurso a OPA's para as empresas cotadas que, cumulativamente, preencham os três requisitos enunciados no nº 1 do artº 313º do CSC. Estes requisitos são: que sejam sociedades constituídas por subscrição pública; que os seus estatutos não dêem direitos de preferência aos accionistas nas compras ou trocas de acções; que o oferente possua já acções da sociedade visada que lhe assegurem o

domínio (aquilo que, em gíria, se costuma designar por 51% das acções) desta, ou que esse domínio seja conseguido pela soma das acções que já possui com as que tenciona adquirir, ou ainda que as acções que quer comprar, só por si, ou somadas às adquiridas desde 1 de Janeiro do ano civil anterior (excepto as obtidas por aumento de capital) atinjam 20% dos votos correspondentes ao capital social.

Como se depreende pelo acima exposto, estas restrições fazem com que se mantenha em aberto, para uma boa parte das empresas cotadas, o recurso à aquisição privada.

Esta última hipótese, teoricamente possível, torna-se impraticável, pois seria necessário conhecer previamente em que mãos estão disseminados 51% do capital social, o que só parece viável se uma tal quantidade de acções for nominativa.

De qualquer modo, constata-se facilmente que é muito maior o espectro de candidatos a alvo de uma aquisição privada. Existe ainda a vantagem suplementar de não ficar abrangido por todas as exigências que o Código estabelece para as OPA's, nomeadamente os artºs 308º e 309º que condicionam o lançamento e o conteúdo da oferta.

É na perspectiva de uma aquisição privada, passível de uma negociação face a face com responsáveis da empresa a adquirir, que este estudo vai ser desenvolvido.

No que diz respeito a fusões, a lei não é tão branda, já que obriga todo e qualquer par de sociedades comerciais às formalidades constantes do artº 98º e seguintes do CRC. Aí, há um conjunto enorme de obrigações: projecto; fiscalização e registo do projecto;

anúncio na imprensa; convocatória da Assembleia Geral; deliberação dos sócios; escritura, publicidade e registo do contrato de fusão. O mesmo tipo de formalidades é obrigatório para a cisão, nomeadamente para a modalidade de cisão-fusão.

Alguns casos particulares de aquisição estão relacionados com o financiamento da aquisição. Referimo-nos particularmente aos *leveraged buy-outs* (LBO's), que podem ser definidos como aquisições baseadas num forte endividamento por parte da adquirente. Existem grandes multinacionais de serviços de consultoria financeira que se especializaram em financiar LBO's. Basicamente, o sucesso da operação assenta em dois pilares: o efeito--alavanca, conseguido pela injeção de capitais alheios cujo custo é inferior à rendibilidade da totalidade dos capitais; e um conjunto de processos de desinvestimento em grande escala, consistindo na alienação das divisões ou subsidiárias da empresa que estejam com prejuízos, ou cujos negócios não pertençam ao seu núcleo principal ou não sejam suficientemente conhecidos por parte da empresa adquirente, com a consequente entrada de meios líquidos em grande quantidade.

Por vezes, quem pretende efectuar a aquisição não é uma empresa, mas os próprios *managers* da empresa alvo. Estamos então na presença de um *management buy-out* (MBO) que, se recorrer a um forte endividamento, passa a designar-se por *management leveraged buy-out* (MLBO).

Há ainda uma variante, pela qual não são quadros da empresa que a querem adquirir mas indivíduos estranhos à empresa, chamando-se este fenómeno *management by-in* (MBI).

É claro que cada uma destas situações terá as suas virtualidades, que não vamos aqui desenvolver. Deixámos apenas a explicação de algumas siglas correntemente usadas.

Falando de desinvestimentos, temos também três casos particulares, a que não iremos fazer referência (a não ser de passagem) ao longo do trabalho.

O primeiro é a alienação de participações do Estado, mais conhecido por privatizações.

O segundo são as OPV's, cujo processo regulado por lei (DL 23/87, de 13 de Janeiro; Port^a 281/87 de 7 de Abril), tem semelhanças com o das OPA's.

Finalmente temos as *auctions*, que são alienações que permitem a concorrência entre os vários compradores, podendo cada um deles rever a sua oferta, privilegiando-se deste modo o elemento preço.

Numa *auction*, através da intermediação de um banco comercial, são escolhidos os candidatos a adquirente. Após várias triagens dos candidatos, com base no interesse demonstrado, no intervalo de preços que estão dispostos a considerar, e numa primeira oferta fechada que é pedida depois de uma visita à empresa e de uma reunião com a sua direcção, seleccionam-se dois ou três candidatos. É a este pequeno grupo que é então pedida uma oferta fechada incondicional, sendo escolhido o candidato que fizer a melhor oferta.

1.6 — Classificação das fusões e aquisições

Abordemos primeiramente as fusões de empresas. Podemos começar por considerar três diferentes tipos: a fusão propriamente dita (ou simples); a fusão-absorção; a cisão-fusão.

A fusão simples resulta da confusão de duas empresas numa nova entidade, com a consequente e automática extinção das empresas originárias. Uma variante da fusão simples é a fusão através de *holding*, pela qual é inicialmente constituída uma *holding*, formada com capitais das duas empresas, e posteriormente as empresas que a constituíram entram em liquidação. Em ambos os casos, os accionistas das antigas empresas passam a deter acções na nova empresa, mediante relações de troca estabelecidas entre as acções antigas e as novas, e eventuais pagamentos adicionais em dinheiro.

A fusão-absorção dá-se quando a empresa A incorpora no seu património a empresa B. Esta última é extinta, pois passa a fazer parte integrante de A. Um caso particular interessante é quando A incorpora B, mas a diluição das acções daí resultante faz com que os antigos accionistas de B passem a deter a maioria do capital de A. Estamos perante uma absorção invertida (*reverse takeover*).

A cisão-fusão acontece quando A destaca parte do seu património ou se dissolve, dividindo esse património em duas ou mais partes, com que forma sociedades novas ou funde com o de sociedades existentes (uma destas sociedades é B). Um caso que vai dar directamente ao mesmo resultado, embora só indirectamente

possa ser considerado fusão, consiste na cisão de A, que distribui o seu património por duas ou mais sociedades novas; uma destas sociedades é constituída juntando a parcela do património de A ao património de B.

Em todos estes casos, existe uma (nova) emissão de títulos, sendo o "pagamento" aos accionistas efectuado de forma idêntica, *mutatis mutandis*, ao que foi indicado para a fusão simples.

Podemos decompor a aquisição de empresas em aquisição total (a 100%) e aquisição parcial.

Na aquisição total, há duas formas básicas de procedimento: a aquisição das acções ou a aquisição dos activos.

A aquisição das acções significa que A compra todas as acções de B, ficando esta a ser uma filial de A.

Na aquisição de activos, A adquire todos os bens activos de B. Geralmente, B entra em liquidação. Porém, se os activos forem adquiridos com acções de A, a empresa B pode persistir continuando apenas como *holding* de A.

Quer a compra das acções, quer a compra dos activos pode efectuar-se contra a entrega de dinheiro, acções (normais ou preferenciais) ou qualquer outro tipo de títulos de dívida (obrigações normais, convertíveis ou títulos de participação).

As aquisições parciais podem conseguir-se por compra, por participação ou por *apport*.

A aquisição parcial por compra, sucede quando A compra uma divisão de B, entregando dinheiro ou acções.

A aquisição por participação pode ocorrer com a compra de títulos no mercado de capitais, ou aquando de uma subscrição pública para aumento de capital.

A pode trazer activos a B, contra a entrega de acções de B. Através deste *apport*, A pode conseguir ou não deter o controlo de B.

Dois outros casos podem suceder, aos quais não podemos, em rigor, apelidar de aquisições. Um deles corresponde, pelo menos na sua mecânica, a uma *joint-venture*: A e B constituem uma nova empresa C, sendo o capital desta nova empresa representado por activos retirados das duas associadas. O outro é o fenómeno a que Larcier(*) chama "incesto" e que consiste na existência de participações recíprocas entre duas empresas. Este fenómeno pode falsear a situação real, permitindo acordos visando a formação de maiorias assentes numa base financeira fictícia, pelo que em muitos países é proibido ou limitado drasticamente(**)

(*) op. cit., p.73

(**) vide, para o caso português, os artºs 485º e 487º do Código das Sociedades Comerciais.

2. — O DESENVOLVER DE UM PROCESSO DE AQUISIÇÃO AMIGÁVEL

2.1 — O processo de aquisição

2.1.1 — Aquisição vs. alienação

A aquisição de uma empresa ou de parte dela é apenas uma das situações possíveis para o culminar de um processo sequencial, que iremos denominar processo de aquisição. O processo de aquisição tem a sua génese na decisão estratégica tomada pela empresa, a que futuramente chamaremos adquirente, de enveredar pela via de compra de empresa(s) ou segmento(s) de empresa(s), para melhor satisfazer os seus objectivos organizacionais.

Uma vez tomada a decisão, o processo inicia-se com a pesquisa de candidatos potenciais e só virá a terminar com a integração do candidato escolhido — o qual designaremos por alvo — na adquirente ou no grupo de empresas a que esta pertença. Desde já convém deixar claro que esta integração, que pode revestir diferentes formas estruturais, só se considera cumprida após um período de duração variável que medeia entre a celebração do contrato final e o funcionamento pleno de todos os recursos da empresa adquirida no seu novo ambiente e de acordo com as novas orientações.

O que acabámos de expor tem como pressuposto a hipótese de um acordo entre as duas empresas, já que pode também suceder,

por incompatibilidades várias, a interrupção do processo num seu qualquer ponto intermédio. Neste caso, poderemos distinguir diferentes situações: o retomar do processo, após algum tempo de reflexão; o iniciar de um novo processo de aquisição com um novo alvo; a anulação pura e simples da decisão de aquisição, por inexistência de alvos ou por mudança de estratégia.

Sabendo-se que compra e venda são os dois lados de uma mesma moeda, não podemos esquecer que considerar a aquisição de uma empresa ou a sua alienação é apenas uma questão de perspectiva. Podemos, porém, convencionar que estamos confrontados com um processo de aquisição, se a iniciativa partiu da adquirente; e com um processo de alienação (também chamado de desinvestimento), se a iniciativa partiu da empresa alvo da aquisição.

Não se tratando de um mero jogo de palavras, já que cada um destes processos apresenta características distintivas marcantes, relembramos que o objecto do nosso trabalho são as aquisições de empresas, interessando aqui explorar como se desenrola um processo de aquisição. Porém, iniciado este processo e identificado um alvo, podemos abordar a aquisição sob duas perspectivas diferentes, razão pela qual iremos, ao longo deste trabalho, referir as posições normalmente assumidas por cada uma das partes.

2.1.2 — Razões para adquirir e para alienar

A razão económica mais importante para encetar uma política de fusões e aquisições é a obtenção de sinergias.

O conceito de "sinergia" engloba, para T. Fikri, '*...the marginal cash-flows into and out of the firm which are attributable to economies and diseconomies, following the merger*'(*).

Assim, tanto se pode usar simbolicamente a conhecida expressão " $2+2=5$ " (economias) como *a contrario* " $2+2=3$ " (deseconomias ou sinergia negativa), embora obviamente apenas as economias sejam procuradas.

Correntemente fala-se em quatro tipos de sinergia: consoante a área em que os efeitos sinérgicos se façam sentir, assim teremos sinergias de tipo operacional, de vendas, de investimento ou de gestão.

A sinergia operacional permite, v.g., a redução de tempos mortos, descontos de quantidade em compras e racionalização dos recursos. A sinergia de vendas ou comercial pode ocasionar a partilha dos mesmos canais de distribuição, da mesma força de vendas e dos esquemas de promoção dos produtos aumentando simultaneamente a produtividade dos vendedores devido a uma gama maior de produtos oferecidos. A sinergia de investimento traduz-se pela adaptação de uma mesma tecnologia a vários produtos e pela utilização comum de instalações e equipamentos.

(*) citado por WEBB, op. cit., p.14

Por último, a sinergia de gestão está ligada à qualidade do novo *management*; este último tipo de sinergia pode induzir, por via das relações formais e informais com todos os *stakeholders*, benefícios apreciáveis.

Para além da obtenção de sinergias, existe um grande número de motivos para adquirir e para alienar. Seguidamente, vamos enunciar algumas das razões específicas do comprador (adquirente) e do vendedor (alvo).

De entre as razões do vendedor há que distinguir a venda efectuada pelo gestor-proprietário da que é decidida pelo *top-management*.

O proprietário terá como razões prováveis: a conversão do valor da empresa em dinheiro; empreender um novo negócio; investir individualmente numa carteira de títulos; a sua reforma; o seu estado de saúde; a falta de um sucessor (capaz); conflitos com outros sócios; a oportunidade para concretizar outros tipos de objectivos pessoais; o facto de a empresa que ajudou a erguer deixar de o estimular, em função da sua crescente dimensão e complexidade; a expectativa de recessão económica; a perspectiva de "alta" no mercado de capitais; a carga fiscal e parafiscal.

Por sua vez os *managers* quererão: libertar-se de divisões ou empresas subsidiárias não suficientemente lucrativas; sair de alguns negócios para concentrarem esforços no negócio principal; agir de acordo com decisões que se enquadrem num plano estratégico de desinvestimentos; reduzir dívidas ocasionadas por aquisições anteriores; desembaraçar-se de negócios desinteressantes que

fizeram parte de um "pacote" obtido numa grande aquisição; melhores quadros e pessoal de *staff*; a aquisição de novos recursos.

Da parte do comprador podemos destacar as seguintes razões: valor da empresa; perspectivas de crescimento; diversificar as linhas de produto; reduzir a concorrência; o investimento *per se*; aquisição de dado(s) recurso(s) mais rapidamente; razões fiscais (v.g. dedução de perdas de anos anteriores); suprir a falta de peritos internos; razões de natureza sócio-política; absorção de clientes ou fornecedores; aumento da gama de produtos; uso de capital ocioso; desenvolvimento mais rápido; distribuir o risco dos negócios; compensar flutuações sazonais; a boa imagem da empresa alvo ou das suas marcas; reputação e prestígio do proprietário ou da administração.

Tendo feito uma listagem, forçosamente incompleta, das razões para adquirir e para alienar cremos ser necessário e útil proceder a alguns comentários. Assim devemos:

1º - Reafirmar que a obtenção de sinergias em qualquer tipo de fusões e aquisições é uma razão a ter em conta, independentemente das razões específicas acima enunciadas. As sinergias potenciais serão tanto maiores quanto maior for o grau de encaixe organizacional (*corporate fit*) entre duas empresas.

2º - Constatar que grande parte das motivações apresentadas não se adequa com o modelo de gestão estratégica que propomos. Como ser falível que é, o homem não só não está habituado a ter uma conduta coerente com essa visão estratégica, como por vezes se

comporta até de uma forma não racional. Webb(*) considera, entre as razões para comprar, as psicoses, das quais dá alguns exemplos: "engordar para ser indigesta" — adquirir empresas com o propósito de se tornar suficientemente grande para se tornar menos atractiva aos compradores; "visão pontifical" — efectuar transacções, sem qualquer tipo de estudo ou análise; "histeria de leilões" — pagar um alto preço por considerar apenas os benefícios financeiros de longo prazo; a compra de *management* como razão principal — "*certainly the most expensive form of personnel recruitment*"(**).

Se acrescentarmos à lista aspectos conhecidos de egoísmo, mesquinhez e vingança pessoal como razões para comprar/vender, talvez concluamos também que "*dans la plupart des cas [...] la vraie motivation de l'acheteur est plus psychologique qu'économique*"(***)

3º - Ter bem presente que, entre os múltiplos objectivos para o envolvimento num processo de aquisição, a maximização da riqueza dos sócios/accionistas não é decerto um objectivo menor. Quem investe o seu dinheiro corre um risco efectivo que merece ser recompensado.

Primariamente os gestores de topo estão lá para alcançar a melhor recompensa. Mas este objectivo não é único, não se alcança de uma forma linear, e os próprios sócios são logo de início ultrapassados por essa realidade sócio,cultural que é a empresa.

(*) op. cit., p.18

(**) *ibidem*

(***) LARCIER, op. cit., p.9

Morck(*) é bastante cáustico para com os gestores das adquirentes, quando afirma que estes sistematicamente pagam exageradamente pelas empresas alvo, porque estas lhes trazem altos benefícios pessoais. No seu estudo, Morck chega à conclusão que os retornos aos accionistas são mais baixos nas aquisições em que há diversificação não relacionada, alvos de crescimento rápido e pior performance dos gestores das adquirentes. Numa palavra, os gestores são acusados de gerir (mal) dinheiro alheio para proveito próprio, em áreas de grande risco. O que nos parece mais grave é a "cientificidade" de tal locupletação à custa alheia, já que a recente literatura de Gestão, ao desvalorizar o objectivo "maximização da rendibilidade" e a importância atribuída ao "risco do accionista", e ao sobrevalorizar aspectos humanos e sociais (incluindo os relativos ao próprio *management*) e a "continuidade e sobrevivência da empresa", dá cobertura a argumentos que parecem tornar correcto o procedimento de tais gestores.

Para Guillebaud(**), os maus retornos dos accionistas devem-se ao facto de os gestores da adquirente sobrestimarem a sua capacidade para conseguir rapidamente benefícios de sinergia e crescimento sustentado após a aquisição. Embora esta afirmação não constitua propriamente um elogio, ela faz deslocar o foco do problema da "ganância dos gestores" para um mero "erro de previsão".

(*) op. cit., *passim*

(**) op. cit., p.35

2.1.3 — Aquisição hostil vs. aquisição amigável

Quando, após ter efectuado uma pesquisa sobre os candidatos que melhor parecem preencher os requisitos estabelecidos para a aquisição, a empresa adquirente selecciona um deles para alvo, terá que estudar a melhor forma de abordar a empresa escolhida para lhe comunicar a sua intenção. Este primeiro contacto reveste-se de um certo melindre, recomendando-se o uso da maior diplomacia, já que qualquer mal entendido pode provocar uma reacção intempestiva da outra parte, o que pode comprometer desde logo a operação. O clima de confiança que se conseguir criar, entre os representantes das duas partes — que se aconselha sejam os respectivos presidentes — neste *tête-à-tête*, é de extrema importância porque, a partir deste momento o espírito de colaboração e o grau de empenhamento demonstrados pelos intervenientes das duas empresas ao longo de todo o processo de aquisição são vitais para o sucesso desta.

As fases deste processo vêm enunciadas no próximo ponto e serão objecto de um estudo mais pormenorizado ao longo do trabalho. Pode desde já adiantar-se que é fundamental a manutenção de rigoroso sigilo até à existência de um acordo definitivo. Caso esse acordo não seja possível, o processo termina, as duas empresas voltam à posição inicial, devendo a ex-adquirente observar estrita confidencialidade acerca de toda a informação que colheu sobre a outra empresa graças à tentativa de aproximação encetada.

Porém, pode suceder que, por não existir sequer um primeiro contacto privado e sigiloso entre as partes, por ter havido da outra parte uma reacção inicial agressivamente irreductível acerca da possibilidade de uma tal transacção, por não ter sido prestada a colaboração necessária à obtenção de informações que permitissem à adquirente proceder a uma avaliação correcta da empresa alvo, ou por posições irreconciliáveis surgidas já durante a fase da negociação, nomeadamente no que diz respeito à fixação do preço, não venha a ser seguido o processo de aquisição aqui proposto ou tal processo venha a ser interrompido de forma abrupta.

Estamos a referir-nos às aquisições hostis, em que a adquirente (neste contexto mais correctamente designada por atacante, usando-se também o termo algo pejorativo de predadora), sabendo ou suspeitando que as suas propostas de aquisição não teriam um acolhimento favorável junto dos directores da alvo (vítima ou presa), utiliza todo o tipo de tácticas que possam reforçar a sua posição junto do público em geral e dos accionistas da vítima em particular — aqueles a quem de facto interessa conquistar — por forma a conseguir o seu objectivo. É claro que às tácticas ofensivas da atacante opõem-se tácticas defensivas, mas não menos agressivas, por parte da vítima.

Algumas dessas tácticas podem ser usadas por ambos os lados: campanhas de imprensa; grupos de pressão; comparações de *performances*; (promessas de) aumento de dividendos.

De entre as tácticas especificamente ofensivas destacamos: o "abraço de urso" — tendo comprado uma fatia significativa do

capital, a atacante apresenta aos directores da vítima um ultimato, com um prazo muito curto e uma ameaça velada de desemprego futuro, caso a sua proposta não seja aceite; o "cavaleiro negro" — a atacante quebra um acordo de aquisição já efectuado entre a vítima e uma terceira parte, ao apresentar uma oferta superior.

De entre as tácticas especificamente defensivas podemos salientar: questões relativas ao interesse regional e à manutenção dos empregos; "repelentes de tubarão" — pequenos pontos (nos estatutos, acordos ou contratos) que tornam a empresa repulsiva(*); "pílulas de veneno" — repelentes mais "fortes", pois não só afastam a atacante como lhe provocam danos se chegar a ocorrer a aquisição; "trancar a jóia da coroa" — acordar com um terceiro a venda daquela parte da empresa que interessa realmente à

(*) Exemplos de cláusulas que podem afastar predadores: de acordo com os estatutos, a aprovação em Assembleia Geral do controlo da gestão por novos accionistas surgidos na sequência de um *takeover* hostil, através da sua elegibilidade para os órgãos sociais, necessita de uma maioria qualificada (v.g., 75%) dos votos; é acordado com instituições de crédito o pagamento instantâneo de todas as dívidas se a empresa for objecto de *takeover*; a empresa obriga-se contratualmente a pagar aos directores e membros do conselho de administração, caso estes tenham que abandonar os seus cargos, um elevado montante ("golden parachutes"). Estas cláusulas podem vigorar há já algum tempo, tendo um carácter preventivo, ou podem ter sido introduzidas *ad hoc* após se ter tomado conhecimento da tentativa de *takeover*, tendo um carácter puramente defensivo.

atacante, no caso do ataque resultar esvaziando-se assim o significado do próprio ataque; "cavaleiro branco" — como último recurso a vítima prefere "morrer" nas mãos de um terceiro a "morrer" nas mãos do "inimigo".

Propositadamente não quisemos ser exaustivos na abordagem às aquisições hostis (embora não resistíssemos a apresentar alguns termos de gíria, frequentes em textos de carácter técnico, mas que podem constituir autênticos quebra-cabeças para iniciados nestas matérias), já que o objecto delineado para o nosso estudo são precisamente o seu oposto, as aquisições negociadas ou amigáveis(*).

2.1.4 — Fases de um processo de aquisição amigável

A aquisição amigável de uma empresa é um dos *outputs* possíveis de um processo sequencial, cujo *input* corresponde à caracterização do alvo-padrão constante da definição da estratégia escolhida — que na nossa hipótese de trabalho passa pela aquisição de empresa(s). Assim, estamos na presença de um subprocesso do processo de gestão estratégica; consequentemente, a mudança de estratégia condicionará o processo de aquisição, podendo inclusive eliminá-lo.

(*) Também não se introduziu aqui a problemática — de candente actualidade — das privatizações. Até porque, de acordo com a convenção introduzida supra [p. 25], o respectivo processo será de desinvestimento (pelo Estado) e não de aquisição.

Na primeira parte deste trabalho, abordámos o processo de gestão de uma forma ligeira e muito geral, procurando sobretudo definir conceitos e procedimentos básicos por forma a sugerir que qualquer opção estratégica que se tome seja a resultante de uma sequência de procedimentos formalmente idênticos. Uma vez que a nossa opção está *a priori* tomada, vamos aprofundar um pouco mais alguns desses tópicos no início do estudo da primeira fase de um processo de aquisição. Para efeito de sistematização desta dissertação decomposemos o processo de aquisição amigável em quatro grandes fases:

- 1ª - Planeamento
- 2ª - Avaliação
- 3ª - Negociação
- 4ª - Transição/Integração

Tendo definido este processo como sequencial, não nos pareceu curial incluir como fases ou etapas determinados aspectos que podem surgir em várias ocasiões ao longo do processo, como, v.g., o financiamento.

O âmbito de cada uma das fases vem devidamente delimitado nos capítulos seguintes.

2.2 — O planeamento da transacção

2.2.1. — Âmbito desta fase

Esta primeira fase engloba, para a adquirente, duas etapas distintas: a definição de uma estratégia e a pesquisa de candidatos a alvo.

A definição da estratégia resulta do processo de gestão estratégica implantado na empresa. Ainda que tanto a adquirente como a empresa alvo utilizem este processo, o mais provável é que as estratégias definidas por cada uma das empresas não "encaixem" totalmente, i.e., que à estratégia de aquisição definida pela adquirente não corresponda a definição de uma estratégia de desinvestimento por parte da alvo. Porém, por razões metodológicas, é precisamente esse encaixe de estratégias que vamos admitir daqui em diante. De facto, trata-se de uma forma de enriquecer o trabalho, na medida em que permite estudar também o planeamento do desinvestimento, enquadrado embora num processo de aquisição de empresas.

2.2.2 — Definição da estratégia

Tendo por base a missão e os objectivos definidos, deve proceder-se a uma análise das condições internas da empresa, tendo

especial cuidado em não subestimar os pontos fracos; a análise dos pontos fortes e fracos deve ser franca e objectiva, podendo os pontos fracos esquecidos vir a emergir mais tarde, matando toda a estratégia(*). Deve ser feito um rastreio completo às forças e fraquezas da empresa, abrangendo a qualidade da gestão, o equipamento produtivo, as condições de trabalho, o *marketing* (nas suas várias facetas), os sistemas de informação, o *know-how* e potencial existente em I&D, etc..

Seguidamente há que estudar as condições externas, tendo em conta a influência sobre a empresa do ambiente social, económico, político, tecnológico, demográfico, etc..

É com base nestes dois perfis (condições internas/externas) que se irá determinar o tipo de estratégia a adoptar. Se for decidido usar uma estratégia de expansão, a empresa encontrar-se-á numa encruzilhada em que terá de optar entre criar (expansão interna) e comprar (expansão externa). Há que considerar, por um lado, os custos de capital e mão-de-obra, as barreiras à entrada e a concorrência, a legislação existente e a taxa de crescimento do sector de actividade onde pretendemos investir e, por outro lado, a capacidade de gestão, a rendibilidade, a dimensão, a penetração no mercado e a capitalização dos potenciais alvos de aquisição.

Esta escolha é difícil, havendo que considerar os prós e os contras de cada uma das decisões, num contexto de grande

(*) vd. CASTE, op. cit., p.38

incerteza, que resulta da dimensão atingida pelos custos envolvidos, dos atrasos que se verificarão independentemente da vontade dos decisores e do risco inerente a lançar-se numa nova empresa contando com as suas próprias forças (e fraquezas) ou adquirir uma empresa já existente mas da qual pouco ou nada se conhece.

A opção pela aquisição obrigará a definir critérios de aquisição que sejam simultaneamente, suficientemente gerais para que todos os candidatos viáveis possam ser considerados e suficientemente específicos para que preencham os objectivos; devem também ser fixadas prioridades entre os critérios escolhidos. A estratégia para levar a cabo a aquisição deve ser flexível já que *'the acquisition criteria must be continually adjusted to reflect market realities'(*)*. Por isso, deve ser nomeado um responsável pela aplicação e redefinição da estratégia escolhida (de preferência um *senior manager*) que, coadjuvado por uma ou duas pessoas em *full-time*, coordene um grupo de trabalho que vai tomar a seu cargo a pesquisa de candidatos.

2.2.3 — Pesquisa de candidatos a alvo

Este grupo de trabalho, que passaremos a designar por equipa de pesquisa, deverá começar por desenhar o retrato-robot da empresa pretendida para alvo, a partir do conjunto de critérios já definidos

(*) ALBO, op. cit., p.27

para a aquisição. Estes critérios devem incluir: sectores de actividade e respectiva ordem de prioridade; regiões geográficas prioritárias; princípios relativos à rendibilidade exigida; imagem da empresa e de marcas que detenha; aspectos comerciais (nomeadamente os ligados à distribuição e respectivos canais); exigências relativas ao *management*.

Há então que determinar quais as empresas que se ajustam ao retrato-*robot* esboçado. Para isso, deve ser feita uma análise com base em toda a informação disponível. Essa análise deve ser completa, rápida e confidencial. Para conseguir uma análise tão completa quanto possível, deve recorrer-se a todo o tipo de fontes de informação. Numa primeira fase tenta-se obter toda a informação possível de fontes que se encontrem abertas ao público: informações sobre o mercado de capitais, estudos efectuados em jornais e revistas; periódicos especializados no sector de actividade pretendido; guias e livros com listas ordenadas de empresas por sectores e regiões, com base em diferentes critérios; bancos de dados informatizados; registos e anúncios obrigatórios por lei. Numa segunda fase, feita já uma primeira triagem de candidatos, recorre-se a especialistas no sector, a associações empresariais, a organizações governamentais e institutos autónomos, a fornecedores e clientes do sector e aos documentos de prestação de contas que seja possível obter.

Como vimos, a equipa de pesquisa deve ser constituída por elementos pertencentes à empresa. No entanto, para conseguir uma maior eficiência pode completar-se a equipa com um pequeno

número de especialistas externos. Estes especialistas são particularmente úteis na última fase da pesquisa, onde se efectuam contactos sistemáticos com todos os candidatos "sobreviventes" às fases de recolha de informação e a uma posterior ordenação que permita reduzir o seu número a uma meia dúzia. As vantagens do recurso a estes intermediários — que poderão ser empresas de consultores ou instituições financeiras — são: a experiência; a objectividade; a rede de contactos; a facilidade em distinguir um negócio realmente bom de outro aparentemente bom; e a discrição. Esta última vantagem é a mais importante, porque permite manter o segredo numa fase crítica do processo em que qualquer fuga de informação pode prejudicar toda a estratégia traçada pela empresa adquirente.

A metodologia acima descrita para a pesquisa de candidatos baseia-se na comparação, caso a caso, com o retrato-robot, que tem por base um conjunto de critérios cobrindo uma grande variedade de áreas: análise sectorial, *management*, tecnologia, *marketing*, aspectos contabilístico-financeiros, etc.. Se bem que, à primeira vista, tal dispersão implique uma análise mais global, acontece que implicitamente se está a dar o mesmo grau de importância a cada um destes aspectos. Por este motivo, alguns autores(*) aconselham

(*) vide, WEBB, op. cit., pp.41 e seguintes; e GEARY, Mike, "Acquiring and Disposing: Keeping Your Company on the Move", in AAVV, *International Mergers and Acquisitions*, Paris; vide ainda WIND, Yoram J., *Product Policy: Concepts and Strategy*, Addison-Wesley Publishing Co., 1982, pp.212-8.

que a pesquisa seja orientada, em primeiro lugar, para uma análise de produtos e mercados — dando assim maior ênfase a aspectos de *marketing* — salientando que, numa estratégia de expansão, deve pensar-se em negócios antes de se pensar em empresas.

2.2.4 — O planeamento do desinvestimento

Tentando ver agora o planeamento na perspectiva da empresa alvo, e nas hipóteses atrás formuladas, comecemos por ouvir a opinião de Hayes(*), para quem *'acquisition and divestiture are two sides of the same coin [...] but they are opposite sides'*, acrescentando logo a seguir que *'their differences are both numerous and crucial, and they require different approaches, different kinds of information, different methods of analysis, and different management practices'*. Para além do mais, Hayes refere ainda que a atmosfera psicológica existente nos dois casos é completamente diferente.

Apesar de conhecerem a empresa por dentro e de poderem, em princípio, proceder a um planeamento e a uma avaliação mais cuidadosos e até de planear, com grande antecedência, a forma de contra-argumentar às questões levantadas pela adquirente, a verdade é que, devido à atmosfera psicológica que rodeia a alienação de uma empresa, o factor tempo joga contra o vendedor.

(**) op. cit., p.56

Devido às situações delicadas que se podem gerar, não só para a imagem da empresa e para o seu valor de mercado, mas também para as expectativas (negativas) dos empregados, nos desinvestimentos, *a fortiori*, é importante que o planeamento seja também feito em segredo e por uma pequena equipa.

A fase de planeamento, no desinvestimento, pode ir muito mais longe. De facto, esta fase pode compreender também uma investigação rigorosa a todas as áreas funcionais da empresa, uma consequente avaliação com diferentes cenários de preços, conforme valorização atribuída a "bens intangíveis" que possam atrair o comprador, a decisão sobre a forma como se deseja efectuar a alienação (não é forçoso que seja através de negociações com um único comprador; pode v.g., revestir a forma de *auction*) e, qualquer que seja a forma escolhida, a procura de candidatos a comprador.

Claro está que para chegar à estratégia onde foi decidido o desinvestimento, seguimos o mesmo processo de gestão estratégica. Porém, uma vez decidida esta via, devem ser reexaminados os pontos fortes e fracos da empresa, por forma a evidenciar a situação existente relativamente à equipa de gestão, ao sistema de informação, a activos redundantes (por obsolescência ou por não estarem afectos à exploração) e a todos os documentos que constituem o memorial da empresa. Estes elementos são importantes para ambas as partes, já que permitem melhorar o conhecimento sobre a empresa e, como consequência, podem alterar o valor que se lhe atribui e o seu preço final.

Hildesley(*) distingue três fases num processo de desinvestimento: as motivações, o planeamento e a implementação. As motivações ou razões para vender foram já apresentadas no capítulo anterior. No planeamento, considera-se a preparação do procedimento da venda, a posição do *management*, e finalmente a avaliação prévia da empresa. A fase de implementação começa precisamente com a identificação de candidatos a compradores, terminando com a assinatura do contrato.

Dos três aspectos considerados na fase do planeamento, vamos ocupar-nos aqui dos dois primeiros, deixando a questão da avaliação para o próximo capítulo. A forma como o *management* encara a alienação da empresa pode condicionar bastante o curso dos acontecimentos. Uma equipa de gestores coesa e dinâmica, cujos elementos tenham espírito empreendedor e acreditem na viabilidade da empresa, podem conseguir montar uma operação de LBO e assim recuperá-la. Por vezes, tal é possível sem ter que recorrer a cortes drásticos nas despesas correntes e até nas de investimento, se estivermos em presença de uma empresa diversificada. Assim pode conseguir-se a recuperação da empresa através de um desinvestimento parcial nos negócios com prejuízos ou sem perspectivas de crescimento, servindo o montante recebido para amortizar parcialmente a dívida contraída e também para investir nos negócios em que se preveja maior crescimento e

(*) op. cit., p.42

rendibilidade(*). É claro que tal nem sempre é possível, mas a forma como o *management* reage — no fim de contas, trata-se também de empregados da empresa que podem sentir o seu futuro próximo ameaçado — é muito variável, sendo o outro extremo a reacção clássica do tipo "vamos mas é embora, e quanto mais depressa isto acabar melhor".

Quanto à preparação da venda, são de considerar os seguintes aspectos: compreender os objectivos e as restrições; assegurar-se de que o método escolhido para a venda se ajusta aos objectivos (geralmente uma *auction* pode conseguir uma mais eficaz maximização do valor); evitar um "golpe de antecipação" — táctica que consiste em licitar um preço de compra suficientemente alto para deixar de fora *ab initio* todos os outros concorrentes à aquisição; estabelecer regras claras e justas. Larcier(**) estabelece cinco regras para a preparação da venda, que depois resume na seguinte: 'não perca tempo, mas não procure queimar etapas'. O tempo disponível está relacionado de forma inversa com a confidencialidade conseguida; segundo este autor, não se deve falar no assunto nem sequer às pessoas mais íntimas.

(*) vide, MAGOWAN, op. cit., *passim*

(**) op. cit., pp.14-17

2.2.5 — As formas de financiamento

No planeamento da aquisição, deve também ter-se especial cuidado com o estudo dos recursos humanos e financeiros existentes. A abordagem utilizada neste estudo vai ser porém diferente para os dois tipos de recursos.

No que diz respeito aos recursos financeiros, é à empresa adquirente que compete investigar qual será o montante provável de recursos necessários para concretizar a aquisição e quais as formas de financiamento disponíveis, e respectivas condições, para a obtenção de tais recursos. É claro que nesta fase do processo, a adquirente conhece os recursos que tem mas, não conhecendo a realidade da empresa alvo, não poderá fazer uma estimativa correcta dos valores desta nem, por consequência, dos recursos necessários para a adquirir. Porém, é útil dispor de um intervalo de valores, obtidos embora de forma grosseira e subjectiva, entre os quais se pense poder oscilar o preço de compra, por forma a ser possível comparar as vantagens relativas de cada uma das formas de financiamento, e o montante global de encargos a que darão origem.

Os autores são unânimes em reconhecer que um dos primeiros aspectos a estabelecer num processo de aquisição é o financiamento. Como refere Albo *'it is important for a buyer to know with certainty what its resources are at the earliest possible point since the type, amount and availability of financing is an essencial ingredient in*

closing a transaction'()*.

Propositadamente, falámos até agora de formas de financiamento e não de fontes de financiamento, por aquele se tratar de um conceito mais amplo. Assim, as formas de financiamento incluem: a opção entre proceder à emissão de novas acções e adquirir a dinheiro; a possibilidade de considerar diferentes cenários, correspondentes a combinações de financiamentos oriundos de diferentes fontes.

A emissão de novas acções reconstituindo a totalidade do capital social das duas empresas (pagamento de *shares-for-shares*), é o que sucede normalmente em fusões e em aquisições por absorção. Esta emissão pode dar origem ao chamado efeito-diluição: em termos percentuais, a propriedade dos accionistas iniciais da adquirente fica diluída, podendo estes accionistas vir até a perder o controlo da empresa (é o que acontece nos "*takeovers* invertidos", onde são os ex-accionistas da empresa alvo que passam a deter a maioria das acções da adquirente). As aquisições em numerário (pagamento de *cash-for-shares*) obstam a este inconveniente mas, em contrapartida, surge o "aperto de liquidez" porque '*an immediate cash payment leaves an immediate cash hole*'(**). Por este motivo, como veremos mais adiante, o acordo final pode estabelecer um pagamento diferido ao longo de vários anos, funcionando o vendedor

(*) op. cit., pp.177-8

(**) EARL, op. cit., p.40

como financiador da aquisição, obtendo em troca condições fiscais mais favoráveis.

Basicamente, a estrutura de capital que uma empresa apresenta em certa data, encontra-se sumarizada no segundo membro do balanço financeiro. Assim, em termos muito gerais, o financiamento à actividade de uma empresa pode provir do capital próprio ou do passivo (endividamento)(*). O endividamento, que poderá ser contraído por um prazo maior ou menor, provoca, ao longo desse prazo, um acréscimo de custos fixos que se irão repercutir directamente nos resultados e também no fundo de maneo da empresa, acarretando assim um aumento do risco do negócio. Por outro lado, é também sobejamente conhecido o efeito de *leverage* ou de alavancagem financeira, que permite, caso a taxa de rendibilidade da totalidade dos capitais aplicados na empresa supere a taxa de custo do capital alheio, que a remuneração dos capitais próprios cresça, em parte, à custa desse endividamento(**). Ora a combinação de diferentes fontes de financiamento para a obtenção dos capitais necessários a uma aquisição começa precisamente por um saudável equilíbrio entre o recurso a capitais

(*) Aqui, interessa-nos agora considerar o passivo a médio e longo prazo (ou de financiamento), e não o de curto prazo (ou de funcionamento).

(**) É claro que no caso contrário obtém-se o indesejável efeito contrário, ou *leverage* negativo; sendo esta análise feita *a posteriori*, ambos os efeitos podem ocorrer de facto, devendo qualquer previsão de rendibilidade ser feita com muita cautela para que não venham a ser defraudadas as expectativas dos accionistas.



próprios e à(s) forma(s) de endividamento que se revele(m) mais adequada(s). De facto, a existência de capitais próprios afectos à aquisição pode revelar-se um catalizador de empréstimos, já que confere maior segurança ao prestador contribuindo para que este se disponha a elevar o *plafond* inicial e/ou a melhorar as condições do empréstimo.

Quando se visa uma aquisição, o espectro de fontes de financiamento possíveis geralmente alarga-se. Assim, para além das fórmulas mais usuais (aumento de capital por emissão de acções; recurso ao crédito bancário) surgem, por via de regra, as seguintes: emissão de acções preferenciais sem direito a voto, podendo incluir cláusulas de convertibilidade em acções normais após determinado prazo; emissão de obrigações convertíveis em acções; emissão de títulos de participação; emissão de obrigações com altas taxas de juro e um longo prazo de vida útil (*junk bonds*); intervenção de um agente financeiro especializado em financiamentos massivos (como é o caso dos LBO's); utilização dos serviços de uma sociedade de capital de risco; acordo com os accionistas da empresa alvo, sobre *vendor take-backs*.

As *junk bonds* tiveram já a sua época áurea (nos EUA), mas estão hoje mais descreditadas, e a razão é simples: têm um risco muito elevado para a empresa emitente (a taxa de juro está dois ou três pontos percentuais acima da taxa média, o que implica encargos muito pesados) e também para os obrigacionistas que não dispõem de quaisquer garantias de reembolso do seu dinheiro.

Os *vendor take-backs* correspondem a um financiamento pelo vendedor, e pode assumir duas formas completamente distintas: a de uma dívida titulada, a pagar ao longo do tempo, com ou sem recebimento de juros; a de uma parte no capital social, através de acções normais ou preferenciais. Pode também acordar-se em reservar para o vendedor uma fatia das obrigações convertíveis ou dos títulos de participação a emitir, como forma de diferir o pagamento de parte do preço da aquisição, conseguindo-se o efeito suplementar de interessar o antigo proprietário pela rendibilidade futura da empresa, na qual continua assim a ser também parte interessada. Havemos ainda de voltar a este assunto quando, após o estabelecimento do preço da transacção, for negociada a forma de pagamento desse preço.

É curioso notar também que, embora alguma das fontes sugeridas possam ser usadas correntemente pelas empresas (e não apenas em circunstâncias excepcionais), a forma mais habitual de obter financiamento continua a ser o recurso ao crédito bancário. Por outro lado, é bastante provável — pelo menos, entre nós — que se se optar pela intervenção de um outro agente financeiro, a ele esteja ligado, por uma forma mais ou menos directa, uma entidade bancária.

Conhecidas que são as fontes de financiamento pelas quais é possível optar, podem desde já ser pedidas informações sobre as taxas de juro, a rapidez do financiamento e o tipo de garantias pedidas pelo prestador. Normalmente, os prestadores pedem um grande número de informações sobre a adquirente e também

sobre a alvo. Por este motivo, é de toda a conveniência conhecer-se o teor destas informações desde já, por forma a tentar obtê-las o mais cedo possível. Se se optar pela emissão de títulos, é necessário conhecer a duração e o custo desta emissão.

2.2.6 — Planear a integração

Em relação aos recursos humanos, as questões que se vão colocar prendem-se com a integração do pessoal das duas empresas no período de pós-aquisição.

No entanto, ainda antes de iniciadas as operações de pesquisa de candidatos, deve a adquirente analisar algumas questões importantes relativas ao seu próprio pessoal:

- Dispõe de pessoal capaz para levar a cabo essa pesquisa? Se não, é preferível recorrer a especialistas externos.

- Os *top managers* estão preparados para se envolverem e empenharem no processo? O empenhamento de todos os intervenientes no processo é por muitos autores apontado como factor crítico de sucesso da aquisição.

O planeamento da integração pós-aquisição deve ser iniciado o mais cedo possível. De acordo com Achtmeyer(*), planear a mudança ajuda a dimensionar as oportunidades que costumam surgir com essa mudança; se não houver planeamento, a inércia daí resultante

(*) op. cit., p.30

aumenta a resistência à mudança. O mesmo autor considera que os pilares de um planeamento com sucesso são: confidencialidade; equipa de integração; identificação das alavancas-chave do lucro; plano de comunicação pós-aquisição; compreensão dos objectivos.

A confidencialidade deve ser seguida através de medidas muito rigorosas que previnam a fuga de informação. Deve existir uma equipa de integração, distinta da equipa de negociação, formada por pessoas capazes de tomar decisões informadas, que representem cada área funcional ou linha de produto. Esta equipa contará ainda com o apoio dos *managers* de cada uma das empresas (assim que as negociações o permitam, serão chamados à equipa elementos-chave da empresa alvo) que irão ser os responsáveis por cada área funcional ou linha de produto depois de consumada a aquisição.

As alavancas-chave do lucro vão centrar-se na manutenção dos clientes e fornecedores, na retenção de pessoal-chave, no controlo financeiro apertado e na compatibilidade de sistemas entre as duas empresas.

Deve ser desenvolvido um plano de comunicação que permita comunicar com todos os "públicos" da empresa, a partir do próprio dia do anúncio da aquisição.

Todos os objectivos, a curto e a longo prazo, têm que ficar claros para todos os elementos-chave da empresa adquirida.

É neste planeamento da integração que se enquadra o planeamento dos recursos humanos. Assim, na equipa de integração deverão ter lugar os directores de pessoal, que estudarão os aspectos mais importantes relativos à gestão de recursos humanos.

Esses aspectos deverão ser agrupados pelas seguintes áreas: colheita de factos; política geral; qualidade e composição dos elementos de *staff*; estilo de trabalho; remunerações e prémios. Se houver qualquer aspecto considerado essencial para o qual não seja fornecida informação pela empresa alvo e, se de facto se dá o devido relevo ao peso que têm os recursos humanos no sucesso de toda a operação, então deve-se suspender o processo de aquisição até essa informação ser fornecida e, caso o não seja, deve-se pura e simplesmente abandoná-lo. É esta a posição que Groves-Raines(*) sustenta.

Há dois aspectos em que é necessário muito cuidado: não olhar superficialmente para os documentos, vendo semelhanças entre as políticas existentes que são apenas aparentes (v.g., por trás do mesmo título de uma função ou cargo, podem estar pessoas com características diferentes); olhar para as filosofias de remuneração e prémios antes de olhar para os níveis salariais existentes. Esta última área — as remunerações — é a mais perigosa de analisar, precisamente por ser a mais importante. Uma política de remunerações comum às duas empresas tem um papel importantíssimo na integração, contribuindo até para esbater progressivamente as diferenças culturais das duas organizações. Como diz o autor supracitado, '*compensation is a key ingredient in the "glue" that binds two merged firms together over the long term*'(**).

(*) op. cit., p.40

(**) idem, p.41

2.2.7 — A importância dos factores não-quantitativos

Não desprezando, de forma alguma, os factores quantitativos que influenciam o sucesso/fracasso de uma aquisição, o que é certo é que *'when taken too seriously, the by-the-numbers approach can lead to failure or disappointment'*(*)).

De facto, tão importantes como os quantitativos, são factores como os métodos de pesquisa, os pontos fortes e fracos, a análise da concorrência, as motivações pessoais, a cultura da empresa alvo ou acontecimentos externos a ambas as empresas, que condicionam o resultado final da transacção, podendo significar a diferença entre o sucesso e o fracasso. Entre estes factores, contam-se também todos os que se relacionam com a gestão e integração dos recursos humanos, que há pouco abordámos.

Para uma correcta abordagem de todos estes factores, Caste propõe um plano com quatro pontos:

- 1 - Começar cedo a integrar estes factores no pensamento estratégico;
- 2 - Não esconder os pontos fracos;
- 3 - Partilhar os pensamentos com conselheiros externos;
- 4 - Ser proactivo na pesquisa de candidatos, planeando as tácticas a usar na aproximação a esses candidatos com grande antecedência.

(*) CASTE, op. cit., p.37

2.3 — Avaliação da empresa alvo

2.3.1 — Acordo de confidencialidade

A partir do dia em que os responsáveis pelas duas partes se encontram para abordar o tema "aquisição", devem desde logo ser abertas linhas de comunicação que permitam a troca de informações e o acordo sobre os passos a dar em conjunto para se conseguir chegar ao estabelecimento de um preço de venda. Com os escassos elementos que conseguiu reunir na pesquisa de candidatos, a adquirente necessita de pedir mais informações sobre a alvo, começando assim um processo a que os anglófonos chamam *due diligence*. Regra geral, a empresa alvo concede um primeiro pacote de informações — que contempla informações qualitativas e quantitativas, em termos muito genéricos e sintéticos — contra um pedido, formal e por escrito, da assinatura de um acordo de confidencialidade.

Este acordo que, a partir do momento em que é assinado por ambas as partes, tem todos os efeitos jurídicos de um contrato privado, afirma a intenção séria do comprador, explicita que toda a informação fornecida pela empresa alvo deve ser considerada secreta e, como tal, só disponível para os seus *managers* e outras pessoas e entidades que se encontrem directamente envolvidas no processo de aquisição, podendo fazer referência aos efeitos nefastos de uma fuga de informação para a cotação das acções da empresa alvo. Apesar do carácter jurídico deste compromisso, ele tem

sobretudo um significado psicológico porque '*this is the first instance of a bond between buyer and seller which neither can walk away from easily*'(*).

2.3.2 — A equipa de aquisição

Para além das informações documentais cedidas pela alvo, a adquirente vai necessitar de proceder *in loco* a uma investigação exaustiva. Para esse efeito, é constituída uma equipa de aquisição. Como já referimos no capítulo anterior é conveniente que, a partir do momento em que haja um volume de informação significativa, em quantidade e qualidade, obtido a partir dessa investigação, se constitua uma equipa *ad hoc* para planear a integração. A equipa de aquisição procederá à avaliação económico-financeira da empresa alvo, devendo também estar representada nas negociações.

A equipa de aquisição deverá ter um ou dois responsáveis pelas decisões, alguns *senior managers*, pessoal da área financeira e pessoal operacional que se encontre em áreas mais directamente afectadas pela integração. Poderão ser convidados consultores externos, que actuarão como reforços da equipa.

A esta equipa será atribuído um mandato específico e serão assacadas as responsabilidades que previamente forem estabelecidas de forma clara. Nunca deve ser esquecido pelos seus

(*) EARL, op. cit., p.64

membros que já existe uma estratégia definida, competindo tão somente à equipa de aquisição facilitar a respectiva implementação. Todos os elementos da equipa devem compreender os motivos da aquisição. Convém frisar que os consultores externos nunca serão responsáveis por qualquer decisão.

Nesta fase, coloca-se um problema importante: a intervenção de um grande número de especialistas, dada a complexidade técnica das análises, o grande número de tarefas a executar e a natural falta de competência dos dirigentes (generalistas) para estas funções; provoca uma fragmentação dos pontos de vista sobre a empresa.

A integração destas análises parcelares torna-se uma tarefa difícil para os dirigentes da empresa. É, porém, um factor que não pode ser descurado.

Como formas de resolução deste problema, pode nomear-se um coordenador, cuja função é intervir nas etapas cruciais do processo de aquisição, fazendo reflectir os principais decisores, e obrigando-os a recuar nas suas posições, ou então optar-se pela existência de dois responsáveis pela aquisição, um dos quais tenha a seu cargo exclusivamente os aspectos de coordenação e integração dos diferentes pontos de vista(*).

(*) cf. JEMISON, op. cit., 107/8

2.3.3 — O processo de investigação

O processo de investigação pode ser mais ou menos extenso e abordar preferencialmente determinadas matérias, dependendo a sua extensão e natureza do grau de risco percebido pela adquirente, com base nas informações e no conhecimento recíproco já existente. Antes do início deste processo, tem que se elaborar um plano. Este plano de investigação tem como consequência importante não se perder tempo com aspectos irrelevantes. Devem também, à partida, determinar-se quais as variáveis-chave que devem ser examinadas mais detalhadamente e posteriormente incluídas no relatório final.

Começa então, de acordo com o plano definido, a análise de toda a informação, passada e previsional, entretanto acumulada. É conveniente, por se tratar de uma área de grande tecnicidade, separar a auditoria e análise financeira de todos os outros aspectos. À análise destes aspectos poderemos chamar, por comodidade, análise operacional.

Para cada uma destas análises atrás referidas será conveniente utilizar um *check-list* que inclua os pontos a examinar e os procedimentos de auditoria a efectuar para cada ponto.

Assim, no que diz respeito à auditoria financeira, há que examinar, de acordo com o detalhe previsto no plano e com o uso de técnicas universalmente aceites, as contas de balanço e as contas de custos, proveitos e resultados. A partir do balanço e da demonstração de resultados deve obter-se o mapa de origens e aplicações de fundos e, posteriormente, os *cash-flows* libertos pela

empresa. Podem ainda ser examinados aspectos relacionados com o imposto sobre o rendimento, nomeadamente se a empresa é objecto de benefícios fiscais, ou se terá prejuízos que possam ser reportados aos exercícios seguintes. Devem ser examinados todos os orçamentos e previsões, elaborando novos orçamentos com base nas peças contabilísticas corrigidas e em previsões que se considerem mais correctas. Pode proceder-se ainda a uma análise financeira, com base em rácios (de liquidez, de endividamento, de actividade ou rotação e de rendibilidade) e a uma análise de tendência, obtida através da comparação das rubricas insertas nas peças contabilísticas e dos rácios encontrados.

A análise operacional, que tem por objectivos fornecer elementos para a decisão final, ajudar o processo de integração e evitar suspensas indesejáveis após a transferência da propriedade da empresa alvo, deve cobrir preferencialmente as seguintes áreas: análise do ramo de actividade; *marketing* e análise da concorrência; recursos humanos; análise dos sistemas implantados; aspectos administrativos; I&D.

Deve ter-se um especial cuidado nestas análises, pois pode haver vários factores de distorção: a inflação; a falta de consistência de políticas e critérios usados (taxas de amortização, reavaliações do imobilizado, valorimetria das existências, constituição de provisões, etc.); a sazonalidade (neste caso, as variações sazonais só serão relevantes através de peças contabilísticas intercalares — v.g., referentes a períodos semestrais).

2.3.4 — Os "valores" da empresa

Efectuada a investigação, é preciso avaliar a empresa. Para esse efeito, existe uma grande diversidade de critérios que, partindo da mesma situação real, chegam a diferentes "valores". Existem, no estabelecimento de tais critérios, diferentes formas de abordar a avaliação. Assim, começamos por distinguir a avaliação da empresa com base no seu património, da que se baseia no seu rendimento.

Existe, porém, uma terceira perspectiva que é aquela que parece reunir o consenso dos especialistas: é uma óptica mista, na qual o valor da empresa se obtém combinando valor patrimonial com valor de rendimento. O número de critérios, por vezes com variantes, que seguem esta óptica é muito grande, mas têm por base uma filosofia comum: o valor a atribuir à empresa resulta da junção do seu valor material (patrimonial) com o seu valor imaterial. Este valor imaterial corresponde à capacidade para *'generate earnings in excess of the amount necessary to provide a normal rate of return on the investment in assets'*(*), i.e., ao *goodwill*.

De entre os critérios que utilizam esta perspectiva mista no apuramento do valor da empresa, salientamos o critério do valor médio e o critério da renda do goodwill.

Pelo critério do valor médio, o valor da empresa é a média aritmética (simples ou ponderada) entre o valor de rendimento e o

(*) CROSS, op. cit., p.44

valor substancial. O *goodwill* obtém-se indirectamente, sendo a diferença entre o valor da empresa e o valor substancial(*).

Pelo critério da renda do *goodwill*, o valor da empresa obtém-se somando o valor substancial ao *goodwill*. O *goodwill* obtém-se aqui directamente, correspondendo à remuneração que um capital C , colocado em condições normais, a uma dada taxa i , propiciária(**). A renda do *goodwill*,

que dá o nome ao critério, é a diferença positiva, caso exista, entre a rendibiliade de exploração da empresa e essa remuneração "normal". Este critério apresenta muitas variantes que são consequência de diferentes hipóteses alternativas sobre: o capital C , que pode ser o valor substancial, o valor da empresa (a determinar) ou o montante dos capitais permanentes necessários à exploração; a duração da renda, que pode ser perpétua ou temporária (havendo que definir aqui o horizonte temporal escolhido); a capitalização da renda do *goodwill*, que pode ser determinada segundo os regimes de juros simples ou juros compostos; a amortização do *goodwill*, que pode ser ou não considerada nos cálculos(***)).

(*) cf. FERREIRA, op. cit., p.111

(**) idem, p.116

(***) *ibidem*

2.3.5 — Um novo conceito: o *edgeware*

De acordo com o que acabámos de expor, verifica-se que o *goodwill* é o valor dos activos intangíveis, a maioria dos quais sem qualquer representação contabilística, de que a empresa é proprietária. A título meramente exemplificativo, faz parte do *goodwill*: a clientela, a tecnologia não registada, fórmulas de fabrico, os canais de distribuição, contratos de trabalho com pessoal-chave, acordos de fornecimento, de distribuição e de não-concorrência.

Estes activos intangíveis, que trazem vantagens competitivas à empresa, são os mais valiosos, embora não constem do balanço. A razão é simples: sendo bens inseparáveis da empresa, que não se podem comprar no mercado, a única forma de os possuir é através da aquisição da empresa. Sendo a posse destas vantagens competitivas o principal motivo da aquisição, é natural que elas se venham a reflectir, de uma forma significativa, no preço final da transacção.

É com base na importância das vantagens competitivas que Guillebaud(*) desenvolve um novo conceito — o *edgeware*. *Edgeware* é o conjunto formado pelos elementos do *hardware* (activos tangíveis) e do *software* (activos intangíveis) que conduzem a vantagens competitivas.

Segundo esta nova abordagem, a primeira prioridade da adquirente consiste em verificar se a aquisição da empresa alvo lhe

(*) op. cit., pp.35/6

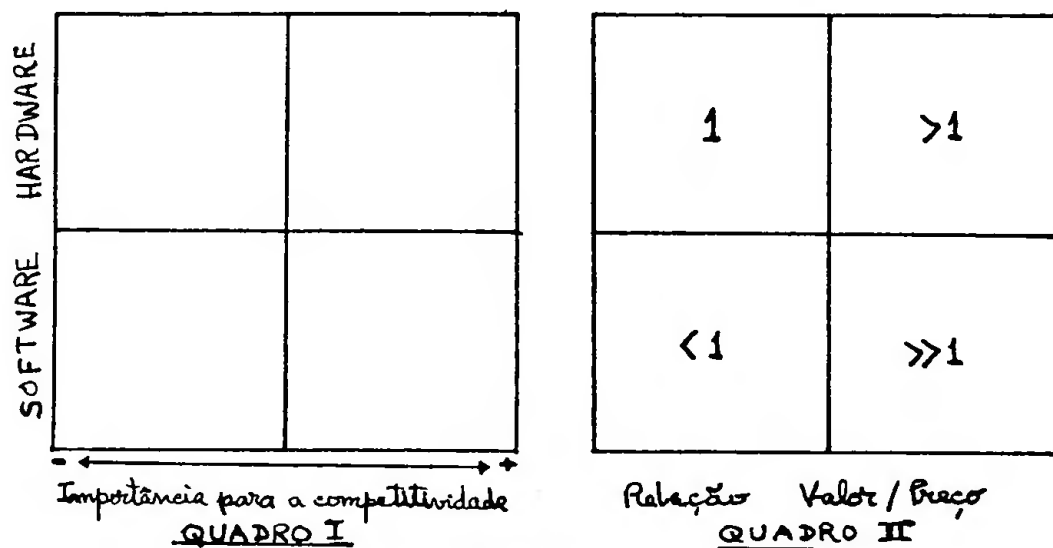
trás o *edgeware* de que precisa para competir favoravelmente no seu novo ambiente industrial. Como existe a tendência para se começar a analisar a situação das duas empresas através de cálculos de natureza financeira, Guillebaud conclui pela necessidade de filtrar o processo de aquisição através de uma metodologia que permita em primeiro lugar, o conhecimento do *edgeware* de que a adquirente necessita (*edgeware* necessário) e daquele que a empresa alvo tem para oferecer (*edgeware* disponível).

A metodologia que este autor propõe para proceder a esta filtragem inclui uma declaração de intenções, a auditoria ao *edgeware* e testes de "desejabilidade".

A declaração de intenções é um documento onde se explica, de forma breve, quais as razões estratégicas que levaram a empresa a decidir-se por encetar um processo de aquisição, e onde se explicita qual o *edgeware* necessário e quais as vantagens competitivas que resultam da obtenção desse *edgeware*.

Na auditoria ao *edgeware*, elaboram-se dois mapas de iguais dimensões que obedecem ao esboço indicado no Quadro I. No primeiro mapa são indicados os activos (tangíveis e intangíveis) de que a adquirente tem necessidade; no segundo mapa, indicam-se os activos de que a empresa alvo dispõe. Cada um dos activos identificados é colocado no mapa respectivo de acordo com a sua tangibilidade e a sua importância para a competitividade. O lado direito de cada mapa corresponde ao *edgeware*: para a empresa adquirente, ao *edgeware* necessário; para a empresa alvo o *edgeware* disponível. Sobrepondo os mapas assim obtidos consegue

visualizar-se o grau de segurança entre o *edgeware* necessário e o *edgeware* disponível. Quanto maior for a coincidência entre os *edgewares*, maior será o valor da transacção para o comprador. Este pode definir-se como



Fonte: GUILLEBAUD, op. cit.

o custo que a empresa teria para desenvolver o *edgeware* necessário utilizando um processo alternativo. No Quadro II é indicada simbolicamente a intensidade da relação existente entre o valor para o comprador e o preço que este se dispõe a pagar, para cada um dos quadrantes. Depreende-se facilmente que havendo coincidência entre os *edgewares*, e sobretudo entre os activos intangíveis que conduzem a vantagens estratégicas (quadrante inferior direito, também designado por "ponto quente"), a empresa adquirente estará disposta a pagar um preço bastante elevado pela alvo.

Dispondo de uma primeira indicação qualitativa sobre valor e preço, e admitindo que o grau de coincidência entre os mapas é satisfatório é aconselhável proceder a alguns testes que vão indicar se afinal vale a pena prosseguir com o processo de aquisição. O teste do "quadro" indica, de forma rápida, se a aquisição é economicamente viável. O teste da "compatibilidade" permite um juízo sobre a compatibilidade entre as empresas a partir da análise das respectivas culturas. O teste da "pena" permite emitir uma opinião sobre se vale ou não a pena perder mais tempo e esforço com o processo de aquisição.

Só depois de obter respostas positivas a todas estas questões, se retomaria o processo de aquisição segundo a perspectiva tradicional; caso contrário, o alvo em questão seria liminarmente rejeitado.

2.3.6 — Outras abordagens ao cálculo do valor

Há autores, porém, que se mantêm mais próximos de uma escola "clássica", em que as decisões nesta matéria são tomadas através de estudos quantitativos, tendo por base exclusivamente os aspectos financeiros. É o caso de Rappaport que, comparando a aquisição de uma empresa com a compra de uma máquina diz que '*the economic substance of these transactions is the same*'(*), usando este

(*) op. cit., p.101

argumento para justificar o uso de um mesmo critério para a avaliação dos dois investimentos. Ora o que pode estar correcto quando o único objectivo é a maximização do valor para o accionista, perde o sentido se olharmos menos para o investimento e mais para a empresa como entidade autónoma que persegue múltiplos objectivos. Nesta perspectiva, maximizar o valor da empresa é um objectivo que não se rege apenas por bitolas financeiras, sendo um dos deveres do *management* a apresentação e desenvolvimento de todas as vantagens competitivas da empresa(*).

Há quem considere ainda, para além do património e do rendimento, um terceiro componente do valor: o mercado(**). A importância da situação do mercado condiciona de facto o valor da empresa; porém trata-se de um componente (difícilmente enquadrável no conceito de activo intangível) que, pela variedade de factores que abrange, é difícilmente identificável e sobretudo quantificável. De entre os factores que condicionam a situação de mercado, salientamos o sector de actividade em que a empresa se insere, a conjuntura económica e a situação geográfica.

(*) cf. CROSS, op. cit., p.48

(**) A este respeito, vide artigo "Quanto vale a sua empresa?", in Vida Económica, nº 42, p.27

2.3.7 — A autoavaliação permanente

Se examinarmos agora a avaliação na perspectiva do vendedor, as considerações a fazer são praticamente as mesmas. Podem usar-se exactamente os mesmos critérios, quer na fase de investigação quer na fase de cálculo do valor. Acontece que, estando a empresa a avaliar-se a ela própria, pode fazê-lo com muito mais tempo e rigor.

Por outro lado, e como nenhuma empresa está livre de um *takeover*, é aconselhável que a autoavaliação esteja incluída no processo de gestão estratégica, de forma a que, em cada momento, os responsáveis máximos pela gestão da empresa saibam o valor que lhe deve ser atribuído e como esse valor pode ser afectado por diferentes cenários, num futuro próximo. Usando uma permanente autoavaliação, consegue-se que: o *management* tenha uma base para responder às ofertas de aquisição de uma forma rápida e responsável; se passe a prestar atenção a oportunidades de desinvestimento estratégico; haja uma base para a comparação entre as vantagens relativas de trocar acções (*shares-for-shares*) ou comprar/vender acções (*cash-for-shares*)(*).

Num processo de desinvestimento, ao contrário do que sucede no processo de aquisição, primeiro faz-se a avaliação e só depois se procede à pesquisa de candidatos.

A pesquisa de candidatos, que pode seguir os passos já enunciados no capítulo 2.2, tem por finalidade procurar os melhores

(*) RAPPAPORT, pp.100/1

compradores. Estes podem ser encontrados, com maior probabilidade, entre: empresários com experiência no ramo; grandes empresas que tenham necessidade particular de um produto; empresas estrangeiras; o *management* e/ou outros empregados; antigos donos ou accionistas; empresas com os mesmos clientes, mas com produtos não relacionados. É necessário ter o máximo cuidado quando se consideram como potenciais compradores os concorrentes da empresa.

2.4 — A fase de negociação

Depois de, com base na investigação efectuada, se ter calculado o valor da empresa — como não há critério único, há autores que aconselham o uso da média aritmética dos valores obtidos através de diversos critérios, retirando previamente do cálculo aqueles que se desviem mais do valor médio — devem iniciar-se agora reuniões entre representantes das duas empresas para a negociação do preço a pagar e dos métodos a utilizar para esse pagamento.

Começa assim a fase de negociação, que consiste numa série de reuniões, em que ambas as partes discutem o estabelecimento do preço e as suas condições. Este é o elemento central das discussões, embora em rigor tudo o que diga respeito aos elementos históricos da alvo e às suas previsões deva aqui ser analisado.

Nesta fase, é importante que cada sessão seja muito bem preparada por cada uma das partes, de modo a não haver desvios

em relação ao objectivo central, e também para que os argumentos trazidos para a mesa das negociações estejam bem fundamentados. Os elementos que intervêm nas negociações deverão ter autoridade para tomar decisões e, sobretudo ao discutir aspectos críticos, é importante que as duas empresas estejam representadas ao mais alto nível.

Os aspectos relativos à integração, que simultaneamente estão a ser analisados por uma outra equipa formada por elementos-chave das duas empresas, devem ser apresentados, já elaborados e devidamente fundamentados, por um dos responsáveis desta equipa, numa das primeiras sessões de negociação, e também, posteriormente, sempre que apareçam novos dados relevantes para o estabelecimento do preço ou para a decisão final a tomar.

É importante que, desde o início, sejam estabelecidas determinadas regras de funcionamento, que devem ser religiosamente cumpridas pelas partes. Também, mas aqui com carácter normativo, devem ser debatidas e aprovadas algumas linhas de orientação que se revelem particularmente úteis para o bom andamento das negociações, tendo em consideração que não há tempo a perder com pormenores irrelevantes e que é preciso manter um sadio clima de confiança entre os participantes. É ainda conveniente que cada uma das partes conheça algumas tácticas negociais e as saiba aplicar nos momentos oportunos.

Tudo aquilo em que se chegue a acordo deve ser passado a escrito. Esta regra básica leva a que, como corolário, quando o volume de pontos acordados seja já significativo, se juntem todos

estes pontos num documento a que se pode chamar carta de intenções, e que geralmente produz apenas obrigações morais.

Mais tarde, quando tudo estiver já negociado, um novo documento se torna imperioso, este sim com efeitos legais — o contrato de aquisição. É o culminar da fase de negociação, embora possam ainda existir pequenas questões, devidamente reguladas no contrato, que podem ser revistas e de se continuar prudentemente a colocar a questão de uma anulação do contrato, se alguma das partes desrespeitar certas cláusulas consideradas essenciais.

Todos estes aspectos irão ser tratados, com um outro desenvolvimento, na terceira parte deste trabalho.

Após o contrato celebrado oficialmente e o fecho do negócio estabelecido dias mais tarde, entramos numa nova fase do ciclo de vida da empresa recém-adquirida. É preciso agora que a transição seja suave, sem sobressaltos e permita uma integração entre as duas empresas que resulte num frutuoso convívio entre todos os seus participantes e num sucesso financeiro que virá coroar todo o processo de aquisição.

2.5 — A integração

2.5.1 — Os problemas do período de transição

Depois de celebrado o contrato entre comprador e vendedor, a empresa adquirida não pode ficar parada. De acordo com o plano de integração elaborado por uma equipa *ad hoc*, conforme já indicámos no capítulo 2.2, e tendo em conta aspectos concretos que foram objecto de negociação entre as partes e que figuram no contrato de aquisição, começa então um período de transição, que é acompanhado por problemas de gestão específicos.

Qualquer que seja o tipo de modificação estrutural prevista para a empresa adquirida, o problema mais importante que surge neste período é a integração dos recursos humanos. Consoante o grau de ajustamento organizacional previsto, poderá ser maior ou menor a importância dedicada à integração financeira, produtiva ou de *marketing*, mas surgirão sempre problemas de pessoal que haverá que ultrapassar.

Estes problemas podem ter raiz psicológica (problemas pessoais) ou sociológica (problemas culturais) e formam aquilo a que Olie chamou a síndrome *post-merger*(*). De entre os problemas pessoais, ressaltam as respostas agressivas ou evasivas, a resistência à mudança, os ressentimentos dos gestores da empresa adquirida, a importância dada à segurança pessoal; de entre os chamados "choques culturais", são mais comuns os conflitos internos

existentes, a tendência para não deixar passar a informação verticalmente e a tendência para que os *top managers* não comuniquem com as respectivas organizações.

Deve desde já ficar claro que:

- 1) os pontos a tratar com prioridade no planeamento e na gestão da transição deverão ser, além dos respeitantes ao factor humano, aqueles que dizem respeito aos objectivos estratégicos da aquisição, nomeadamente os relacionados com a obtenção de sinergias;
- 2) o insucesso de uma aquisição pode resultar de uma má integração, mas é bom não esquecer que, sendo a integração uma fase terminal do processo de aquisição, as causas remotas desse insucesso podem estar ligadas a uma estratégia incorrecta, a uma investigação financeira e operacional feita de forma inadequada, a uma má avaliação, ou a concessões exageradas durante a negociação do preço e formas de pagamento.

2.5.2 — O plano de integração

No que diz respeito ao planeamento da transição, que deve começar a partir do primeiro contacto entre as duas partes, recordamos algumas recomendações: deve existir um clima de

(*) op. cit., p.207

boa-fé entre todos os intervenientes; deve, na medida do possível, ser limitado o recurso a consultores externos; a equipa de integração deve incluir elementos que irão ser os responsáveis nesta fase de transição; qualquer planeamento deve ter por base os objectivos e a estratégia definidos; da actividade da equipa de integração deve resultar um plano de integração.

Este plano de integração deve ser flexível, permitindo ajustamentos constantes às novas situações que forem surgindo. Uma das características deste plano deverá ser a clareza: na definição da missão e objectivos da empresa adquirida e das novas estruturas e relações de trabalho; na comunicação, a todo o pessoal, da missão e objectivos definidos e das expectativas a longo prazo.

O plano de integração deve ainda incluir: medidas que conduzam à melhoria das condições dos empregados, por forma a aumentar o seu moral; o envolvimento de todo o pessoal, de uma forma significativa e responsável; a ideia da participação de todos os níveis de gestão, para atingir a missão e objectivos; formas de audição das críticas que o pessoal tenha a colocar sobre os managements; procedimentos de controlo contínuo da sua execução; o reforço da ideia de que "não há vencedores nem vencidos".

A formalização deste plano deve ser precedida de resposta a uma série de perguntas pertinentes sobre qual é: o grau de integração desejado; a capacidade do actual *management*; a localização dos pontos de controlo críticos; a responsabilidade pela avaliação do desempenho dos indivíduos e órgãos.

A gestão preconizada para este período de transição é, fundamentalmente, a gestão da mudança. Isto implica a capitalização das expectativas para a mudança, que existirem no pessoal, dando a todos os empregados novas oportunidades e desafios, o que começa com o envolvimento de todos no próprio planeamento da mudança. Como diz Albo *'the best way to evolve change is to allow those people affected by change to be part of the solution'*(*). Este envolvimento deve ser de molde a permitir aos empregados: a compreensão dos problemas existentes e dos pedidos que se estão a fazer; dar voz às suas preocupações; incorporá-los numa grande equipa, onde tomem parte activa na busca de soluções.

2.5.3 — A importância da rapidez na mudança

Na gestão da mudança, um elemento importante a considerar é a rapidez. A partir do momento em que é anunciado o acordo, há um período muito curto em que os empregados estão preparados para transferir as antigas lealdades e colaborar na nova visão da empresa. Se não se andar depressa, essas expectativas e lealdades desaparecem, transformando-se em desilusão e desconfiança. É esta a posição de Mitchell, que acrescenta: *'to make small errors in post--deal integration is infinitely preferable to staying thoughtfully*

(*) op. cit., p.202

immobile for months while the expectations of the acquired firm melt away'()*.

Há, da parte dos empregados da adquirida, expectativas positivas (oportunidades, reconhecimento das capacidades, aumento da remuneração, melhores condições de trabalho, maiores responsabilidades) e negativas (perspectivas de *layoff*, piores condições de trabalho, perda de promoção, mudança do local de trabalho). Compete aos gestores da mudança capitalizarem as expectativas positivas, confirmando-as publicamente caso tenham fundamento e minimizarem o efeito das negativas, contactando directamente com os empregados afectados, evitando especulação e boatos.

Estas expectativas negativas, e os boatos para os quais tendem a degenerar, podem ter um fundo bem real. De facto existe uma forte probabilidade de despedimento colectivo (layoff), como consequência de um redimensionamento da empresa adquirida ou do grupo de adquirente visando a obtenção de sinergias por via da redução dos custos com pessoal. Os empregados sabem disso, por conhecimento directo ou indirecto (v.g., através dos sindicatos) de situações semelhantes. Nestes casos — e também em despedimentos pontuais — há uma responsabilidade social dos (novos) empregadores, já que a perda de um emprego tem, para além dos aspectos financeiros, uma carga psicológica muito forte. Nestes casos,

(*) op. cit., p.44

para além da subtilidade necessária para dar tais notícias, e do pagamento da indemnização legal, devem ser consideradas medidas que incluam uma indemnização extra, a colocação noutros empregos, o apoio na procura de emprego, o aconselhamento ou programas de formação e actualização(*).

Da parte da empresa adquirida, os empregados podem acusar o *ex-management* de fraqueza, ao ceder perante os "outros", os quadros poderão ter uma atitude reticente, passando a defender as suas posições (de interesses) pessoais, pode afirmar-se a incapacidade do novo *management* ou ouvir-se queixas sobre a grande quantidade de "papéis" que agora é necessária. Da parte da adquirente, pode haver falta de confiança do pessoal no *senior management*, que não foi capaz de criar em vez de comprar, pode haver preocupações acerca da desnecessária duplicação de funções e localizações, receando-se a competição com os nossos "pares", pode ainda haver medo de não progredir na carreira ou de ruptura das relações hierárquicas existentes. A juntar a todos estes receios há, de parte a parte, um natural medo ou até aversão à mudança.

Para além do que já foi dito, a propósito de expectativas negativas, há um espectro que ameaça todos os espíritos, de um lado e de outro: a incerteza. A incerteza, ingrediente de qualquer ambiente contingente, existe sempre, e, *a fortiori*, num processo em que os próprios decisores desconhecem por vezes aspectos essenciais à

(*) cf. PANOS, op. cit., p.55

tomada de uma decisão racional. É natural que o próprio nervosismo do *management* se repercuta gradualmente a todo o pessoal. Importante é que este ambiente carregado de incerteza dure o mínimo tempo possível. Isto porque tal ambiente só é nefasto, na medida em que provoca o decréscimo de produtividade, a focagem em problemas individuais, lutas internas pelo poder, erosão do espírito de equipa e saída de pessoal (geralmente os melhores elementos).

2.5.4 — As diferenças culturais

A análise das culturas deve ser feita com antecedência, de preferência antes de iniciada a fase de negociação. Essa análise deve incluir as diferenças culturais, mas também as semelhanças.

As diferenças podem originar "choques culturais" que assumem proporções perigosas quando ideias e valores de uma das partes são considerados estúpidos para a outra. Normalmente, inicia-se aqui um processo de destruição irreversível da integração e até da própria aquisição. Estas diferenças culturais podem ser moderadas pelo grau de integração, pelo tipo de trocas culturais ou aculturação (que varia entre a assimilação e a integração, passando por diversos graus de domínio/cooperação), e pela forma como é vista a própria actividade cultural e a atracção pela cultura da outra empresa(*)).

(*) cf. OLIE, op. cit., p. 207/9

Olie relaciona o facto de o objectivo principal ser ou não a sinergia, com uma integração, respectivamente, alta ou baixa; e a pequena ou grande diferença de poder entre as empresas com uma situação de, respectivamente, cooperação e domínio.

Utilizando estas duas dimensões, constrói uma matriz onde: para uma integração baixa com cooperação, indica a estratégia de *portfolio* (gestão de uma carteira diversificada de acções de empresas), a que corresponde a manutenção das respectivas culturas organizacionais; para uma integração alta com cooperação, indica a fusão, a que corresponde a necessidade de criação de uma terceira cultura; para uma integração alta com domínio indica a absorção; para uma integração baixa com domínio indica o *redesign* das duas empresas; a cada um dos dois últimos casos corresponde a aceitação da cultura dominante.

Se, pelo contrário, houver semelhanças culturais, então o comprador pode usar uma acção rápida mas pensada, que inclui: a compreensão da herança cultural, prometendo preservar os motivos de orgulho das organizações; a identificação de fontes de desânimo, de modo a fazê-las desaparecer; a articulação de uma visão da nova empresa, criando uma atmosfera de excitação e focando apenas os aspectos futuros. As hipóteses de sucesso pós-integração aumentam substancialmente se se conseguir: captar rapidamente as expectativas depositadas na adquirente; evitar o favoritismo; criar novas lealdades; fundir culturas(*).

(*) cf. MITCHELL, op. cit., p.48

2.5.5 — A modificação de estruturas

A estrutura de ambas as empresas deverá ser modificada, revendo-se os respectivos organogramas, por forma a conseguir-se, eficientemente, alcançar os objectivos definidos para a aquisição. Entre estes objectivos destacam-se a obtenção de sinergias. Estas traduzem-se em deter uma maior capacidade utilizando os mesmos meios ou em poupar meios mantendo a posição que ocupa.

O reflexo das sinergias operacionais na estrutura, através da utilização de fábricas ou armazéns comuns, de alienação de activos redundantes e da diminuição dos recursos materiais e humanos envolvidos, é algo que parece evidente.

Podem também obter-se sinergias através da adaptação do marketing, com reflexos evidentes na adaptação organizacional: assim tratando-se de empresas com produtos complementares, poderá existir apenas uma só direcção comercial; se os produtos tiverem clientelas diferentes, continuaremos com duas forças de vendas, mas dirigidas por um responsável central (director comercial); se os produtos forem totalmente diferentes, as redes comerciais, bem como as direcções comerciais, continuarão separadas; se houver produtos totalmente semelhantes, haverá que "podar" a organização, rever políticas de preço, métodos de promoção e de distribuição. Por outras palavras, neste último caso haverá que rever todo o marketing-mix.

Uma fonte de sinergia por excelência, embora possa não ter impacto no organograma da empresa, é a I&D: devido ao facto de ser

uma actividade cujo motor é o "capital humano" e o *know-how* acumulado, a troca de experiências e sugestões entre investigadores e técnicos permite melhorar os resultados das suas pesquisas, através de uma orientação para outras aplicações sem aumentos de despesas ou até, vezes, com uma despesa total menor.

De acordo com a estratégia definida para o grupo a que a empresa recém-adquirida passa a pertencer, mas não deixando de ter em conta os tipos e intensidades das sinergias obteníveis com esta aquisição, pode optar-se por diferentes formas de reestruturação para a empresa adquirida, que correspondem também a diferentes níveis de integração, que vão desde uma mera reestruturação interna até a um completo "encaixe" na empresa-mãe ou noutras afiliadas.

2.5.6 — A gestão financeira no período de transição

A aquisição coloca também problemas delicados na gestão financeira, sobretudo durante o período de transição.

Há que resolver problemas relativos à contabilidade. Estes dizem respeito, não apenas à normalização de políticas contabilísticas, ou à eventualidade da consolidação de contas por imperativos legais, mas a questões mais técnicas e imediatas como sejam os lançamentos a efectuar pelo pagamento do preço de aquisição.

É importante determinar quais os efectivos recursos financeiros de que a adquirida dispõe, e isolar as necessidades reais de capitais

resultantes da aquisição. A gestão financeira deve considerar todos os recursos do grupo e estar centralizada numa das suas empresas. A incerteza é agora maior, devendo por isso o orçamento financeiro considerar determinada margem para prevenir situações imprevisíveis, como por exemplo uma perda de clientes.

Há muitos pontos, como é o caso das políticas comerciais estabelecidas com clientes e fornecedores, que podem diferir bastante daquilo que é norma nas restantes empresas do grupo. Isto implica que há que contar com necessidades suplementares de fundo de maneo para fazer face a custos de financiamento gerados pela incerteza e pela inadaptação. Para isso, é fundamental tentar calcular as necessidades de financiamento reais, para então disponibilizar reservas de tesouraria ou recorrer a novas linhas de crédito.

Na área financeira, o controlo dos resultados é ainda mais difícil do que nas outras áreas funcionais, porque nesta fase os acontecimentos em todas as áreas são imprevisíveis, o que se vem a representar de forma ampliada na sua representação financeira. Para além das dificuldades inerentes à inadaptação, podem ocorrer sinergias negativas, com que devemos contar, por forma a poder tomar medidas correctivas. Enquanto estes obstáculos não forem identificados, é natural que os desvios entre as nossas previsões e os dados reais sejam muito grandes, irregulares e ocorram em prazos muito curtos.

Após a aquisição, deve ser repensada a forma de conseguir uma melhor aplicação dos recursos financeiros. Podem obter-se

economias consideráveis concentrando as fontes de financiamento, nomeadamente reduzindo o número de bancos com os quais se mantêm relações comerciais e fiscais.

Se a empresa adquirente fizer parte de um grupo espalhado por vários países, a existência de uma gestão financeira consolidada e centralizada numa das empresas é ainda mais importante. Pode criar-se um sistema de comunicações que faça aumentar os fluxos monetários existentes entre as várias empresas diminuindo, ao mesmo tempo, os riscos monetários.

3 — A NEGOCIAÇÃO DA AQUISIÇÃO

3.1 — Considerações gerais

Numa aquisição amigável, ambas as partes se encontram, à partida, predispostas a encetar negociações. Assim sendo, a qualidade do diálogo conseguido é substancialmente superior ao existente numa aquisição hostil. Não obstante, há sempre um ponto nas discussões em que se chega a um impasse. Por esta razão, e embora se deva tentar, com o uso de argumentos racionais e o apelo ao bom senso, evitar uma ruptura intempestiva, a possibilidade de degenerescência em aquisição hostil deve ser considerada por adquirente e alvo, bem como os problemas adicionais que tal situação acarreta.

De facto, e isto é particularmente importante para os responsáveis pela empresa alvo que intervêm na negociação, '*[the] ownership of a company rests with its shareholders*'(*), o que significa que aquilo que é completamente inaceitável para os gestores pode ser perfeitamente aceitável para a maioria dos detentores do capital.

Uma outra situação possível é que as negociações havidas se saldem por um fracasso, deixando a transacção de interessar à potencial adquirente. Quer neste caso, de ruptura pacífica, quer no de ruptura hostil, o importante é que a empresa adquirente tenha

(*) EARL, op. cit., p.42

definido previamente uma política que evite indecisões ou divisões internas quando chegar esse momento crítico.

Há duas questões que todos devem colocar, antes de iniciar qualquer negociação: a primeira é se a aquisição projectada faz sentido, em termos industriais; a segunda, se ambas as partes estão deveras interessadas na transacção. Uma boa ideia não implica um sucesso porque, por um lado, é preciso que haja capacidade para tornar a ideia em realidade, o que exige cooperação, e, por outro lado, é necessário transformar a ideia em acordo, o que passa pela boa-fé existente nessa cooperação(*).

Antes de entrarmos ainda nos pormenores da negociação, atentemos primeiro nos seus actores, aos quais, por comodidade, vamos chamar comprador e vendedor. Devido à posição concreta (e oposta) em que se encontram, reagem tipicamente de forma diferente.

Pelo simples facto de ter tomado a iniciativa de aquisição, o comprador indicia possuir gestão estratégica e força financeira. É devido a este indício aparente, (que faz com que possam ser lançadas operações de aquisição fictícias, tendentes a limpar a imagem de uma má gestão) e a casos conhecidos de manifesta falta de seriedade da parte de compradores, que o vendedor fica normalmente costuma ficar desconfiado. Quem pode garantir que se trata de um comprador honesto? Há os caçadores de pechinchas, que só compram a preços de saldo; há aqueles que só querem obter

(*) cf. EARL, op. cit., p.61

informações de outro modo não disponíveis; e há ainda os que querem simplesmente saber quais são os outros interessados na aquisição. Por todas estas razões, é natural que o vendedor tenha uma atitude inicial de desconfiança.

Além do mais, é o vendedor quem está mais exposto: as fugas de informação são-lhe particularmente maléficas já que, para além de serem oportunisticamente aproveitadas pelos concorrentes, avolumam a incerteza, provocando a saída de pessoal-chave. Se não se concretizar a transacção, haverá sempre quem diga que tal se deveu a graves problemas existentes na empresa.

Por estas razões, os vendedores são normalmente sérios. Mas também há os que pensam só no preço, os que põem condições inaceitáveis e aqueles que não têm qualquer intenção de vender.

3.2 — Preparar a negociação

É fundamental preparar a negociação. Esta preparação, que deve visar a compreensão dos objectivos das duas partes, pode, se houver um desejo firme de efectuar a transacção, ser a base do sucesso da aquisição. Recordamos que a preparação tem vindo a ser feita desde o início do processo de aquisição, já que o planeamento, a investigação e a avaliação da empresa alvo, permitiram um conhecimento cada vez mais profundo de tais objectivos. Queremos, porém, realçar aqui a preparação das negociações propriamente

ditas, as quais devem ocorrer num clima de confiança e respeito mútuos.

Quanto menos gente estiver envolvida directamente nas negociações, melhor. Com uma equipa pequena, consegue-se abranger um maior número de assuntos, as reuniões decorrem em ambientes mais informais, compreende-se melhor quais as necessidades de cada parte envolvida e aumenta a sensibilidade para detectar as áreas onde seja necessária uma maior flexibilidade. Por outro lado minimiza-se o desperdício de tempo.

O preço deve ser um dos últimos itens a ser negociado. Se o vendedor quiser forçar a situação, começando logo de início a querer discutir preços, um bom pretexto para adiar tal discussão é dizer que não se tem ainda informação suficiente. Aliás, uma vontade excessiva de chegar ao fim provoca natural apreensão da outra parte, cuja reacção lógica seria um aprofundamento da investigação já efectuada sobre a empresa alvo. De qualquer forma, considera-se uma boa táctica deixar que a outra parte seja a primeira a falar em preços; pode até acontecer que os valores avançados ultrapassem as nossas expectativas.

Pode porém acordar-se num intervalo de preços, suficientemente amplo, em que o acordo é possível. Qualquer acordo a que se chegue deve ser passado para o papel e assinado pelas duas partes.

Posta de lado, provisoriamente, a questão do preço, devem começar a ser negociadas outras questões, tais como: a forma que vai ter o pagamento (em numerário, acções ou títulos de dívida), a estrutura desse pagamento, as garantias) e a sua representação

financeira, contratos, indemnizações, cláusulas de não-concorrência, pagamentos de separação e a calendarização dos pagamentos.

3.3 — Linhas de orientação

O objectivo final da negociação é determinar se a transacção deve ser realizada. Por isso, ninguém pode ser forçado a aceitar compromissos que não deseje.

Devem estabelecer-se marcos e ultrapassá-los, nunca perdendo de vista o objectivo final. Todos os pontos em discussão devem ser ponderados e qualquer interrupção das negociações deve manter abertas linhas de comunicação entre as partes, pelo que o abandono da mesa de negociações será sempre o último recurso.

Ao longo das negociações, devem tentar compreender-se os legítimos interesses da outra parte. Só desta forma é possível tomar posições razoáveis, deixando de lado questões de pormenor e procurando pontos de consenso.

Só depois de se ter uma visão clara de todos os problemas a resolver se devem assumir compromissos. De qualquer forma, não é o número de compromissos firmados que interessa mas a importância dos assuntos a que dizem respeito.

Deve tentar resolver-se o maior número possível de assuntos conjuntamente com a negociação do preço, através de compensações monetárias.

Os negociadores devem ter autoridade para tomar decisões e devem conhecer profundamente assuntos como a determinação do preço, as posições das duas partes e os factores críticos de sucesso da transacção. A experiência havida em negociações anteriores ajuda a resolver problemas, mas é preciso dispor de grande capacidade de adaptação às diferentes situações porque não há regras sempre válidas.

Para a última sessão de negociações devem ser acordadas previamente linhas de orientação. É nessa sessão que vai ser tomada a decisão final e ambas as partes devem estar conscientes deste facto.

É aceite, frequentemente, entre as partes, não começar por discutir problemas mais delicados. Porém, mais cedo ou mais tarde, todos os pontos ambíguos têm que ficar clarificados e constar do acordo final. Senão *'l'ambigüité qui avait permis de conclure l'accord risque de devenir une source de difficultés et de conflits, une fois l'affaire terminée'*(*)).

Para que esta situação paradoxal não se venha a concretizar, propõe-se a seguinte metodologia(**):

(*) JEMISON, op. cit., p.113

(**) cf. idem, p.114

1º - Classificar os problemas:

a) exigências que as duas partes devem necessariamente subscever;

b) pontos negociáveis.

2º - Começar pelos pontos classificados em a); se não for possível um entendimento, devem romper-se as negociações.

3º - De entre os pontos de b), começar pelos que se consideram importantes.

4º - Entra-se então nos problemas menores, que muitas vezes acabam por se "esvaziar". De qualquer forma, uma vez que haja acordo nos pontos verdadeiramente importantes, os pontos menores podem ser resolvidos no período de transição estabelecendo-se um calendário para a sua resolução.

Há uma tendência natural em acelerar o processo de aquisição, nomeadamente nesta fase de negociação. Isto acontece devido à necessidade de se trabalhar em segredo para evitar fugas de informação, e também porque os participantes, encontrando-se reunidos em regime de permanência, se identificam com a ideia da aquisição e não querem levantar reservas com receio de atrasar o processo.

Além do mais, cada um dos intervenientes tem as suas razões para querer chegar ao fim: os dirigentes pensarão no prestígio que daí lhes poderá advir, os directores operacionais nas oportunidades que se abrem para as suas carreiras, os consultores externos nos honorários que irão receber.

Quanto aos consultores externos, *'leur rémunération étant calculée sur la transaction elle-même, sa valeur ne varie pas beaucoup si la conclusion d'un accord prend trois semaines ou neuf mois'(*)*. De facto a remuneração em percentagem do valor de aquisição — que é, em regra, de grande dimensão — faz com que estes consultores *'se trouvent partagés entre leurs propres intérêts et ceux de leurs clients'(**)*. Para evitar a aceleração do processo, é aconselhável a afectação, desde o início, de directores operacionais, que têm mais sensibilidade para os problemas de funcionamento. A análise do sistema de recompensas internas pode fornecer uma pista para a identificação dos factores individuais de aceleração(***). Mas as razões particulares de cada um dos interveniente não pode sobrepor-se às razões estratégicas da empresa. Por isso, é importante que haja pessoas idóneas (v.g., membros do Conselho de Administração) encarregadas de, à margem das negociações, estabelecer uma crítica imparcial.

(*) JEMISON, op. cit., p.110

(**) *ibidem*

(***) Premiar os participantes em processos de aquisição tem dois efeitos contrários: a inovação; a busca de aquisições sem interesse com a consequente aceleração dos respectivos processos (cf., JEMISON, op. cit., p.112)

3.4 — Tácticas a empregar

A negociação é uma arte, tendo semelhanças com um '*highly challenging, complex game of chess*'(*). Há muitos estilos de negociação diferentes, mas igualmente eficazes. Nesta arte de negociar é importante:

- parecer natural, de modo a criar credibilidade;
- provar sinceridade, de modo a criar um clima de confiança;
- possuir um estilo próprio, revelando autenticidade.

Muito embora haja uma grande diversidade de estilos, podemos descrever algumas das tácticas mais comumente utilizadas em negociações.

3.4.1 — Tácticas do comprador

O comprador deve começar as negociações procurando dissipar as dúvidas que tenham surgido, ao longo das anteriores fases do processo de aquisição, sobre a real situação da empresa alvo. Não sendo possível otimizar simultaneamente os objectivos de cada uma das partes, deve o comprador prescrutar as reais motivações do vendedor, pois que o conhecimento destas razões profundas lhe permite perspectivar melhor a solução mais satisfatória para ambos os lados.

(*) EARL, op. cit., p.64

Esta solução só é atingível se houver uma efectiva identificação dos pontos sobre os quais há consenso, e daqueles sobre os quais, não o havendo, é possível estabelecer um compromisso. Para conseguir chegar a estes compromissos, deve evitar-se assumir posições de princípio demasiado rígidas, até porque a assunção de tais posições faz com que a discussão se perca em questões de menor importância. A intervenção de um consultor externo que ajude a ordenar as ideias e a equacionar os problemas é aqui aconselhável; o carácter objectivo e imparcial que for possível imprimir à sua acção pode contribuir para que, em caso de impasse, uma estrutura de acordo sugerida por este consultor seja bem acolhida.

Boa disposição, cavalheirismo e tacto diplomático são qualidades que um negociador deve possuir. A forma como se consegue demonstrar a irracionalidade de um dado argumento sem ofender quem o expendeu tem, para além da manutenção de um clima de confiança, duas vantagens adicionais: o indivíduo em questão reconhece, perante todos os presentes, o seu erro; este reconhecimento pode dar origem a rápidas modificações nos pontos que se encontravam em discussão, explorando-se assim o eventual efeito-surpresa provocado pela situação criada.

Todos os assuntos importantes devem ser abordados nas negociações. Porém, se o teor de algum destes assuntos for desagradável deve escolher-se a melhor oportunidade para o colocar, tendo o cuidado de não deixar para o fim as más notícias. Quando se discutirem aspectos considerados essenciais, é importante

a presença dos dirigentes máximos de cada uma das empresas, já que o respeito mútuo que caracteriza as relações entre homens de negócios e a forma como estes conseguem avaliar a posição em que se encontra o seu opositor fazem com que se consiga manter o diálogo mesmo em situações que aparentemente revelam divergências profundas.

Se estas divergências forem insanáveis, ou se afinal se chegar à conclusão que se trata de um mau negócio, devem abandonar-se as negociações, pondo fim ao processo de aquisição. De facto, em tais situações é esta a medida mais acertada; o tempo já dispendido num processo de aquisição não é razão suficiente para que as negociações continuem, prolongando artificialmente um processo respeitante a uma transacção votada ao fracasso.

3.4.2 — Tácticas do vendedor

Grande parte das considerações que acabámos de enunciar têm um carácter genérico, aplicando-se também à empresa alvo de um processo de aquisição.

Se se tratar de um processo de desinvestimento, pode seguir-se o conjunto sequencial de tácticas já indicado para as *auctions* (vide 1.6).

Na negociação do preço, e tendo por base os valores obtidos a partir dos diferentes critérios de avaliação, o vendedor deve começar por propor um preço médio, embora estabelecendo logo uma série de reservas: negociação separada de cada divisão;

continuação na gestão da empresa; não incluir os imóveis no contrato, mas receber deles uma renda em função dos lucros, etc.. Desta forma, conseguem-se dois efeitos complementares: o preço é mais atractivo e o vendedor fica salvaguardado contra uma atitude mais intransigente por parte do comprador.

3.5 — Carta de intenções

Quando as partes envolvidas nas negociações tiverem já chegado a um número relativamente grande de pontos de acordo, é conveniente incluir num documento, que é costume designar por carta de intenções, tudo aquilo que foi acordado, até ao momento. Trata-se de um documento escrito e assinado pelas partes, que clarifica alguns pontos até agora mais obscuros, servindo também de auxiliar de memória para as reuniões seguintes, e que tem como efeito importante manter todos os intervenientes interessados na continuação das negociações e mais empenhados na celebração de um acordo final.

Este documento, que tem algumas semelhanças com o acordo de confidencialidade, é geralmente uma simples obrigação moral para os signatários. Pode contudo ser acordada a inclusão de determinadas cláusulas, como por exemplo, opções sobre acções da empresa ou direitos de negociar em exclusividade. Este tipo de cláusulas, que obrigam juridicamente as partes, podem ser estabelecidas mas em função de um pagamento suplementar a

acordar, cujos valor, forma e estrutura deverão constar também desta carta.

A carta de intenções pode ser mais ou menos pormenorizada, consoante o progresso havido nas negociações e a vontade das partes sobre os pontos a que desejam ficar moralmente obrigados.

O seu aspecto formal é muito variável, podendo incluir os seguintes pontos:

- identificação do comprador e do vendedor;
- aquisição de acções ou de activos;
- importância (ou intervalo de valores) a pagar;
- a forma de pagamento;
- a estrutura do pagamento;
- o método e calendário para a conclusão da transacção;
- passos a dar para "fechar negócio";
- objectivos contabilístico-fiscais de ambas as partes;
- assunção das dívidas da alvo pelo comprador, ou pagamento prévio dessas dívidas;
- contratos a celebrar com executivos;
- acordos de não-concorrência;
- tratamento a dar aos instrumentos de quase-capital;
- garantias várias e respectivas representações financeiras.

Normalmente, à carta de intenções segue-se um anúncio à imprensa.

3.6 — Estabelecimento do preço

Quando se negocia o preço de uma aquisição, devem simultaneamente ser discutidas a forma e a estrutura do seu pagamento. A forma do pagamento refere-se ao tipo de valores concretos que transitam do comprador para o vendedor e que são assimiláveis a dinheiro; a estrutura está ligada a questões de natureza financeira, tais como diferimentos, pagamentos em prestações e recebimentos sob a forma de dividendos, juros, ordenados ou honorários, conforme constar de contrato celebrado entre as partes.

3.6.1 — Formas de pagamento

As formas de pagamento são, basicamente, três: numerário, acções e títulos de dívida. Dado que o preço se traduz geralmente por um elevado montante, o pagamento em numerário vai diminuir substancialmente a liquidez do comprador, o que vai ter repercussões na empresa adquirida; por seu lado, os antigos proprietários desta empresa irão ter de pagar uma grande soma em impostos, de uma só vez. Porque o pagamento integral em numerário traz desvantagens para ambas as partes, opta-se preferencialmente por um pagamento parcial em numerário, sendo o restante pago através da utilização de títulos de dívida e/ou de acções.

O pagamento em acções consiste em dar acções da adquirente pelas acções da alvo. Isto permite que os antigos accionistas da empresa difiram os seus custos fiscais, mas tem uma grande desvantagem. De facto, '*common shares are only paper*'(*), ficando os antigos proprietários da alvo na posse de "papel" sujeito às flutuações do mercado, podendo acabar por não ganhar nada se as cotações caírem(**). Além disso, os títulos das empresas envolvidas em fusões e aquisição são, durante um certo período de tempo, pouco transaccionáveis, baixando a procura devido ao risco elevado associado a um fracasso na posterior fase de integração.

Entregar acções normais aos ex-accionistas da alvo é alienar uma grande fatia do capital da adquirente, podendo ter por efeito o controlo (maioritário ou não) da gestão da agora empresa-mãe e, indirectamente, da afiliada recém-adquirida, pelos antigos proprietários desta. Este risco, leva a que se considere a hipótese de oferecer ao vendedor como pagamento acções preferenciais sem direito a voto em vez de acções normais.

Podem ser negociadas diferentes modalidades de acções preferenciais sem direito a voto. As mais comuns dispõem o pagamento de um dividendo fixo, podendo existir uma cláusula que permita a convertibilidade em acções normais ao fim de um certo tempo. Os títulos de dívida são emitidos pela empresa adquirente, figurando esta dívida no seu passivo e beneficiando da

(*) EARL, op. cit., p.105

(**) Claro que este último comentário só se aplica a empresas cotadas na Bolsa de Valores.

dedutibilidade fiscal dos juros a pagar. Geralmente, estes títulos ou notas de dívida admitem o reembolso escalonado por um prazo que pode variar entre os três e os cinco anos, e podem vencer juro. Este juro pode ser calculado com base numa taxa fixa, ou pode variar em função dos lucros da empresa. Para os ex-accionistas da alvo, há os inconvenientes de estes títulos serem pouco transacionáveis, poderem não ser aceites para pedidos de empréstimo e de, no caso de se estabelecer um juro variável com os lucros, só renderem enquanto a empresa tiver uma boa situação económica.

Por outro lado, estes ex-accionistas, que passam a ser credores da adquirente, sentem pouca segurança, já que ninguém lhe assegura que aquilo que possam vir a receber em caso de falência da empresa corresponda ao remanescente do preço da aquisição contratualmente estipulado. Assim, esta falta de segurança é por vezes compensada com determinadas garantias.

Estas garantias podem consistir na entrega, em caso de falência, de bens patrimoniais da empresa, de acções da empresa adquirida ou de acções da adquirente, para saldar a dívida existente.

A emissão de títulos de dívida corresponde a uma das formas possíveis de pagamento diferido, que vem ajudar a financiar a aquisição. Por este motivo, o vendedor pode fazer subir o preço o preço da aquisição, como condição para um diferimento. Por outro lado, existe para os antigos proprietários da alvo o risco de uma recusa do pagamento das prestações devidas, por se descobrir que afinal a empresa estava sobreavaliada devido ao desconhecimento de certas informações relevantes. Para evitar esta situação, é por

vezes adicionada uma cláusula prevendo que o comprador possa reaver (ou reter) parte do pagamento, em certas condições.



3.6.2 — Estruturas de pagamento

Há uma grande variedade de estruturas de pagamento. Para além das já referidas dívidas a prazo, com ou sem juros, podemos considerar: pagamentos de *royalties*; opção de compra de acções; acordos de consultoria; contratos de gestão; *earn-outs*.

O pagamento de honorários tendo por base a concessão de determinados direitos (*royalties*) sobre marcas, patentes ou processos de fabrico é vantajoso para o comprador por se tratarem de custos dedutíveis, tendo também vantagens para os ex-accionistas da alvo que, por este processo, acabam por vir a receber um montante superior ao preço combinado.

Pode ser concedida a opção pela compra de acções da empresa a adquirir, a um certo preço, se vier a ocorrer determinado acontecimento.

As duas partes podem acordar num pagamento de honorários durante um certo número de anos, por serviços de consultoria a prestar pelos antigos proprietários da empresa adquirida. Estes prestarão o seu apoio ocasionalmente sem ter que perder muito tempo na empresa. Uma variante deste acordo são os contratos de gestão, pelos quais os antigos proprietários se comprometem a continuar na empresa durante um certo período, prestando serviços

de gestão mediante remuneração. A diferença entre estes dois tipos de acordo acaba por residir no tempo que os ex-accionistas passam a ter que dedicar à empresa (no segundo caso, ficarão na empresa, como empregado, recebendo o respectivo ordenado), já que as vantagens para o comprador são idênticas — o diferimento de custos e a sua dedução fiscal.

Os *earn-outs* são pagamentos que dependem de acontecimentos futuros. São uma forma de resolver a distância que vai do preço pedido pelo vendedor ao preço que o comprador acha razoável, tendo como objectivo a quantificação da incerteza. Podem estruturar-se como capital ou como rendimento. Sendo uma "ponte" entre os preços admitidos por cada uma das partes, os *earn-outs* devem, porém, limitar-se a encontrar soluções para diferenças de preço legítimas, não devendo servir para proteger o comprador que negligenciou a investigação sobre a empresa alvo, que era da sua responsabilidade.

Os *earn-outs* são uma variante dos *vendor take-backs* (aos quais já nos referimos no ponto 2.2.5). *Vendor take-backs* são prestações do preço, diferidas no tempo, sob a forma de rendimento (dívida a prazo, com ou sem juros) ou de capital (acções normais ou preferenciais).

A diferença entre *earn-outs* e *vendor take-backs* consiste em que estes são prestações fixadas na data de aquisição e não dependentes de qualquer acontecimento futuro, enquanto que aqueles resultam da dúvida quanto às projecções efectuadas pelo vendedor, podendo não haver quaisquer prestações se não se

verificarem certas previsões que o comprador considere "difíceis". Os *earn-outs* são uma forma pacífica de entendimento entre as partes acerca do preço da aquisição, enquanto que os *vendor take-backs* são, essencialmente, uma forma de financiar a própria aquisição, através do diferimento de parte do preço a pagar.

Há uma série de questões importantes que se colocam, quando se põe a hipótese de *earn-outs*:

- Quem controla as operações, depois da aquisição? Para poder imputar erros às previsões do vendedor, é lógico que os antigos proprietários permaneçam na empresa, controlando as áreas que podem afectar tais previsões e durante o período suficiente para cobrir a data para a qual foram estabelecidas tais previsões.
- Será que com os *earn-outs* e a consequente focagem em aspectos de pormenor, os objectivos de longo prazo vão ser sacrificados aos de curto-prazo?
- Os *earn-outs* estão estruturados de modo a conceder uma oportunidade real aos antigos accionistas para que estes consigam os benefícios que previram para a sua empresa?
- Pode a presença dos novos proprietários afectar as operações da empresa, por forma a que já não seja possível atingir as previsões? Esta questão prende-se com a reacção dos trabalhadores à mudança, podendo o seu comportamento reflectir-se directamente na produtividade e indirectamente nas vendas e resultados.
- Irão os *earn-outs* prevenir problemas de integração e ter, portanto, uma implicação directa no sucesso da aquisição?

Normalmente, um empenhamento maior da parte dos accionistas no período de transição pode repercutir-se favoravelmente no sucesso de integração; se isto acontecer, a importância deste impacto — de outra forma inexistente — está considerada nos *earn-outs*?

- Qual a importância, neste período de transição, dos efeitos sinérgicos (positivos ou negativos)? Podem estes efeitos ser isolados?
- Acontecimentos isolados, v.g. um crédito incobrável, podem perturbar os resultados. Os *earn-outs* consideram estes imponderáveis?
- Os planos do comprador para a empresa adquirida podem obrigar à elaboração de relatórios e à contratação de pessoal de apoio, o que provoca acréscimos de custos nos *earn-outs*?
- No caso de existirem diferentes políticas contabilísticas, qual é o impacto dessa diferença nas previsões efectuadas e nos resultados reais?
- Os benefícios previstos podem ser alterados por mudança na lei fiscal. Os *earn-outs* prevêm também estes casos?
- O vendedor mantém uma parcela de risco operacional no período de transição. Por esse risco, ele deve receber uma importância fixa, cujo cálculo deve ser estabelecido independentemente dos *earn-outs* acordados.

3.7 — Breve referência a aspectos fiscais

No estabelecimento do preço não são dispiciendas considerações de natureza fiscal. A amputação que o imposto vem provocar no valor recebido pelos antigos proprietários da empresa adquirida, o eventual agravamento do valor da transacção para a empresa adquirente e a possibilidade de esta vir a usufruir de certas vantagens contabilístico-fiscais através da sua nova afiliada, são apenas algumas das questões suscitadas pela problemática dos efeitos da fiscalidade sobre uma operação de aquisição. As formas e estruturas acotrdadas para a efectivação do pagamento do preço da transacção têm na sua génese, para além de aspectos financeiros questões de natureza fiscal evidente.

Comecemos por analisar a diferença de tratamento fiscal entre a aquisição de partes sociais e a aquisição de activos.

No que respeita às mais-valias (às quais se podem deduzir as menos-valias obtidas no mesmo período fiscal), as que resultam da alienação de partes sociais são tributadas à taxa liberatória de 10% (podendo as obtidas com a alienação de acções não ser sequer tributadas, caso o seu titular as detenha há mais de dois anos (*)), enquanto que as mais-valias obtidas com a alienação de bens do activo imobilizado estão incluídas, por metade do seu valor no lucro tributável da adquirida, tributado à taxa de 36,5%, podendo incidir sobre o imposto assim obtido uma derrama que pode atingir 10%.

No que diz respeito à sisa, são tributáveis a aquisição de bens

(*) Até 1992 inclusive, este limite é de apenas um ano (cf. EBF, artº 34º)

imóveis (terrenos, edifícios e outras construções) e ainda a aquisição de partes sociais em sociedades não colectivo, em comandita simples ou por quotas, que possuam bens imóveis e que tornem possível a um dos sócios dispor de 75% do capital social, à taxa de 10%.

Para qualquer uma destas situações a aquisição pode ser feita contra numerário, acções ou outras partes sociais, títulos de dívida e ainda contra as diferentes combinações de duas ou mais destas três formas de pagamento.

Na aquisição contra numerário, o IRS (pelas mais-valias da alienação) e a sisa (pela transmissão onerosa do direito de propriedade sobre bens imóveis ou a estes equiparados), nos casos em que não há isenção ou exclusão de tributação, deverão ser pagos, respectivamente, aquando do pagamento respeitante ao ano fiacal em que se deu a tradição do bem (neste caso, a transmissão de direitos sobre a empresa adquirida), e precedendo essa tradição; repare-se que a mais-valia se considera realizada qualquer que seja a estrutura temporal dos pagamentos (de uma só vez, em prestações, com período de diferimento inicial, etc.)

Na troca de acções por acções, ou na aquisição de activos contra acções, às acções oferecidas como pagamento será dado o tratamento já referido, caso sejam propriedade de accionistas (pessoas singulares), mas o tratamento será diverso se estivermos em presença de acções próprias ou pertencentes a uma empresa participante no capita social da adquirente, pois aqui as mais-valias são consideradas parte do lucro tributável, ficando sujeitas à taxa de

IRC (e do seu adicional, se for lançado pelo município respectivo); resat acrescentar que os dividendos a distribuir pelas acções entregues serão tributados em IRS/IRC, por retenção na fonte, a partir do momento em que são postos à disposição dos seus titulares, à taxa liberatória de 25% (*).

Se a contrapartida forem títulos de dívida, a taxa sobre os rendimentos gerados será também de 25%, qualquer que seja a forma específica que apresentem — obrigações (convertíveis ou não) ou títulos de participação.

Como se depreende pelo que acima expusemos, a vantagem de obter diferimentos (em numerário ou em títulos de dívida) é, para a adquirente de natureza exclusivamente financeira (mais especificamente, de tesouraria) e não fiscal.

Numa aquisição de activos, há que considerar ainda a transmissão, com os prédios, das obrigações inerentes à contribuição autárquica; numa aquisição de acções ou partes sociais, tal só acontece com os bens que transitam de propriedade, podendo a empresa adquirente negociar o arrendamento com os legítimos proprietários dos prédios (que podem não coincidir com os ex-proprietários da empresa adquirida).

É ainda possível renegociar contratos de *leasing* sobre bens (móveis ou imóveis) do activo imobilizado, continuando antigos contratos firmados pela empresa recém-adquirida, com as alterações

(*) Sendo cotadas na bolsa, a taxa efectiva será de 20% (cf. EBF, artº 31º)

que se acharem convenientes. Os direitos sobre estes contratos são também formas complementares de estruturar o pagamento da dívida contraída com a aquisição.

Como já foi indicado anteriormente os acordos de consultoria, os contratos de gestão e os *vendor take-backs* (onde incluímos também os *earn-outs*), podem ser considerados rendimentos do trabalho (dependente ou independente) recebendo, consoante o caso, ordenados ou honorários. Em termos sobretudo fiscais — mas também, em certa medida, financeiros, já que a uma colaboração eventual corresponde um menor volume de remuneração, se considerarmos que esta se situa num escalão remuneratório idêntico — é mais vantajosa a segunda situação já que passam a ser da responsabilidade do profissional livre todo o tipo de obrigações fiscais e parafiscais. Deste modo, os contratos de gestão, tal como os definimos atrás, serão vantajosos na medida em que quisermos aproveitar a reconhecida competência e a experiência já adquirida de antigos proprietários da empresa alvo que simultaneamente exerciam funções de gestão; trata-se aqui, antes de mais, de um investimento em "capital humano". Na perspectiva dos antigos proprietários, porém, qualquer uma destas situações contratuais é fiscalmente vantajosa, já que dilui o IRS por vários exercícios, o que devido à progressividade, se traduz por economias significativas.

De entre os benefícios que se podem colher da adquirida, tendo em conta certas vantagens definitivas ou transitórias que a empresa possui retiradas da legislação fiscal, do Estatuto de Benefícios Fiscais, do Plano Oficial de Contabilidade, ou de diplomas

avulsos indicamos seguidamente alguns que fazem já parte da tradição contabilístico-fiscal que estão neste caso: o reporte de prejuízos acumulados em exercícios passados; a reavaliação do imobilizado — em certos momentos pontuais — com o consequente acréscimo das amortizações aceites como custo do exercício respectivo; critérios valorimétricos mais ajustados a uma conjuntura inflacionária permitindo, nas mesmas condições, maiores custos e menores valores em *stocks*; possibilidades de reinvestimento de reservas ou de participações financeiras, com os consequentes benefícios fiscais; subsídios obtidos por contribuições significativas para a economia nacional (v.g., política de emprego, exportações, investimento em tecnologia); existência conjuntural de menos-valias, que farão baixar o resultado fiscal.

Apesar de extensa, a enumeração é meramente ilustrativa, e pretende apenas realçar que há certos pontos que devem ser olhados com alguma atenção quando se analisam os dados históricos da empresa, já que certas pequenas poupanças podem ser de grande utilidade numa situação caracterizada por uma perda relativa de autonomia financeira, como é frequentemente o caso no período pós-aquisição.

A resolução dos problemas fiscais pode ser de extrema importância para ultrapassar com êxito a fase de negociação. Por isso concordamos com Cachudo Nunes(*) quando, referindo-se à

(*) op. cit., p.9

importância que futuramente virão a ter os gabinetes de auditoria e consultoria fiscal em matéria de fusões e aquisições, afirma que *'M&A work is very tax-oriented in Europe, so much so that, if the tax relevant problem cannot be solved, then the deal may not materialise'*.

3.8 — Negociação do preço vs. negociação da integração

Como vimos já no ponto 2.5, os problemas inerentes à integração deverão ser, ao longo de todo o processo, equacionados pela equipa de integração, que deve planear a transição e gerir a empresa adquirida no período subsequente à celebração do contrato de aquisição. Vimos também que a ultrapassagem destes problemas constitui um factor de sucesso para a própria aquisição, pelo que, havendo incompatibilidades entre as empresas, nomeadamente ao nível da integração dos seus recursos humanos, é muitas vezes preferível parar e não pensar mais na aquisição. Por outro lado, pode haver políticas e medidas a adoptar, no âmbito da implementação do plano de integração, com fortes repercussões financeiras (nomeadamente em despesas com a reestruturação das empresas e a compatibilização dos respectivos sistemas de informação).

Portanto, quer porque aspectos de integração possam suspender o processo de aquisição ou até impedir definitivamente a sua continuação, quer porque tais aspectos possam influir no

rendimento futuro da empresa e consequentemente no seu valor e no preço final a pagar, um responsável da equipa de integração deve participar também nas negociações.

Este responsável deverá participar na primeira sessão das negociações, onde exporá resumidamente os pontos de consenso a que a sua equipa já chegou e, se já estiver formalizado, o plano de integração proposto, do qual deverão ser entregues exemplares a todos os intervenientes. Em relação às medidas a tomar no período de transição cujas despesas possam ser quantificadas, deverá ser indicado um intervalo provável de valores, devendo ser apresentado um orçamento com vários cenários alternativos, relativo às despesas inerentes ao período de transição.

A este elemento compete a missão de mediar entre a sua equipa e os negociadores, cujas tarefas são desenvolvidas autonomamente. Por isso, ele só intervirá de novo se surgirem novos dados ou modificações sensíveis nos dados já entregues aos negociadores, podendo não voltar sequer a intervir, nomeadamente se foi apresentado um plano de integração com carácter definitivo.

Porém, aos problemas mais sensíveis, que possam pôr em risco o sucesso da integração, deverá ser dada a devida ênfase. Se tais problemas tornarem impeditiva a própria aquisição, deverá ser dado imediato conhecimento a todos os intervenientes no processo, em reunião expressamente convocada para o efeito.

A lógica da separação das duas equipas tem por base a constatação de que o preço é a síntese final de uma grande quantidade de factores quantitativos e de elaborados raciocínios

lógico-matemáticos, não tendo em conta factores qualitativos que são vitais para o sucesso da aquisição. Ora, são precisamente estes factores os que podem dificultar ou até impossibilitar a integração, pelo que devem ser analisados exaustivamente pela equipa de integração. Se tiver que ser convocada uma reunião, para dar conta da impossibilidade de continuar o processo de aquisição, os elementos da equipa de integração — que deverão estar todos presentes — deverão explicar todos os argumentos e raciocínios utilizados para chegarem a esta conclusão, findo o que cessarão as suas funções.

Teoricamente, a equipa de integração e a equipa de negociação podem ambas decidir pela não continuação de um processo de aquisição, dado que as duas ópticas de apreciação do processo são, em certa medida, complementares. Na prática, tal não se passa assim, até porque na equipa de negociação se encontram os responsáveis máximos de ambas as empresas, os quais têm um efectivo poder de decisão. Pode acontecer que, ou por se deixarem envolver emocionalmente, ou porque dão muito mais importância a tudo o que se possa converter de imediato em dinheiro, os negociadores decidam continuar o processo, à revelia da posição tomada pela equipa de integração. Em qualquer dos casos, a missão desta equipa terminou, visto que não lhes era pedido para integrar a todo o custo aquilo que, em seu entender, não é integrável.

3.9 — O contrato de aquisição

Estabelecidos um preço, a forma e a estrutura do seu pagamento, um plano de integração, uma carta de intenções e demais aspectos posteriormente negociados e a que se chegou a um consenso, resta cumprir os formalismos legais que culminam na celebração entre as partes do contrato de aquisição.

Como se compreende, cada aquisição é um caso diferente, dando origem a diferentes fórmulas de acordo, não havendo uma minuta que sirva a todos os contratos de aquisição.

Feita esta ressalva, podemos tentar dar uma panorâmica daquilo que se pode esperar encontrar num "contrato-tipo". Em geral, encontramos as seguintes secções(*): exposição; venda de acções ou activos; preço e método de pagamento; garantias; acordos; condições prévias; fecho.

Na exposição inclui-se a data, nomes, moradas e descrição do vendedor e do comprador.

Segue-se uma descrição das acções ou dos activos adquiridos e de todos os contratos sobre direitos e obrigações que transitem com a empresa.

É então indicado o preço de compra e, detalhadamente, as formas e estruturas de pagamento acordadas pelas partes.

(*) cf. EARL, pp.107/10

Deve constar seguidamente a indicação de que, em anexo ao contrato, seguem uma série de documentos. Assim, devem ser incluídos, da parte do vendedor: documento que autorize as pessoas presentes a proceder à transacção, estando estas pessoas no legítimo uso dos seus direitos e não violando qualquer lei; últimas peças contabilísticas (balanços, demonstrações de resultados e anexos obrigatórios por lei); última certificação legal de contas, acrescida de certificação onde conste a ausência de mudanças materiais adversas desde a última auditoria; documento da Repartição de Finanças que confirme ter o vendedor todos os seus impostos em dia; último balanço social; eventuais contratos havidos com sindicatos ou outras organizações profissionais; contratos de seguros; fotocópia do registo das patentes e marcas que detém. Da parte do comprador, deve ser indicada qual a sua estrutura financeira, devendo constar documentos das instituições de crédito que co-financiem a aquisição, abonando em seu favor.

O vendedor deve ainda declarar que, à data do fecho estarão todos os dividendos declarados e as dívidas adicionais assumidas. Até lá, compromete-se o vendedor a gerir a empresa de forma normal, permitindo ao comprador o direito de exame. Deverá comprometer-se ainda à execução dos contratos do *management*, a assinar um acordo de não-concorrência e a entregar ao comprador toda a documentação da empresa. O comprador compromete-se, por sua parte, a conseguir qualquer autorização que ainda seja necessária e a guardar sigilo sobre todas as informações

(prevenindo o caso ainda possível, da não consumação da transacção).

Seguidamente, deve indicar-se que o contrato pode ser ainda anulado, caso haja quebra de garantias e acordos ou mudança material no negócio. Devem ser incluídos atestados de advogados, declarando que não há acções nem litígios pendentes.

Finalmente, são indicados todos os pormenores relativos ao fecho do negócio: hora e lugar; importância e forma de pagamento; documentos a trocar pelas partes; indicação de eventuais taxas a pagar; indemnizações por quebras de garantias, após o fecho; indicação de quem assume a responsabilidade por pagamento de despesas comuns e honorários; menção de todas as leis que regem este contrato; possíveis variantes do contrato e capacidade para as assinar.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo de toda a dissertação apelou-se para a formação de equipas — de pesquisa, de aquisição, de integração, de negociação — tendo por base pessoal técnico especializado pertencente aos quadros da empresa, e também para o recurso a consultores externos apenas para questões de alta tecnicidade mas sem lhes conferir capacidade de decisão sobre a condução do processo de aquisição. Isto tem sentido para uma empresa de grande dimensão, que disponha de um *staff* de planeamento estratégico de carácter multidisciplinar, que esteja atento às oportunidades do meio envolvente, nomeadamente no que se refere a fusões e aquisições.

Foi com base neste referencial que avançámos ao longo do trabalho. Porém, o autor reconhece que a tendência actual não aponta neste sentido. Os custos com a manutenção de todo este *staff* são bastante elevados, e há grupos de trabalho com as características acima indicadas que conseguem fazer um bom trabalho de forma mais rápida e menos dispendiosa.

Estamos a referir-nos aos *merchant banks*, mas sobretudo a gabinetes de auditoria e consultoria fiscal, que recentemente vêm diversificando os seus serviços, abrangendo áreas como a gestão de recursos humanos, o *marketing*, o planeamento estratégico, sistemas de informação, organização e métodos, consultoria sobre legislação europeia, etc.. Actualmente, muitas destas empresas dispõem de equipas especializadas que conseguem cobrir todas as fases de um processo de aquisição ou de fusão e cuja única desvantagem em

relação aos bancos é não poderem pôr imperativos legais, serem elas próprias a conceder crédito aos seus clientes.

A negociação pode ser encarada como uma fase do processo de aquisição, mas devemos reconhecer que a negociação está presente ao longo de todo o processo. Este aparente paradoxo resulta de se considerar o termo "negociação" num sentido mais ou menos amplo.

Enquanto que, em sentido restrito, a negociação implica reuniões formais em que duas partes opostas debatem os seus pontos de vista sobre determinado assunto para obter um eventual acordo por consenso, em sentido amplo o conceito engloba todo o tipo de contactos havidos entre as partes, com maior ou menor grau de formalização, necessários ao conhecimento concreto da empresa alvo, e ao estabelecimento de um plano que permita a integração pacífica das duas empresas e uma gestão pós-aquisição sem sobressaltos.

De facto, tudo começa, com um primeiro encontro entre representantes das duas empresas, no qual é necessário negociar uma plataforma inicial de consenso, para que o responsável da empresa alvo esteja aberto à hipótese de alienar a sua empresa; depois, há que negociar a qualidade e a quantidade das informações pretendidas; é necessário negociar também o apoio que se pretende obter no processo de investigação, o tempo necessário para a realizar e a sua amplitude; é preciso negociar a compatibilização de funções, carreiras e escalões de ordenados; é preciso negociar a continuidade do pessoal-chave, e eventualmente a permanência dos actuais proprietários na empresa durante algum tempo.

Para não se tornar enfadonha, paramos por aqui a enumeração. Até porque o essencial fica demonstrado: num processo de aquisição existem negociações ao longo de todas as suas fases. Estas negociações ocorrem entre pessoas que porventura nunca se viram antes, que têm linguagens diferentes, mentalidades diferentes e que percebem a realidade da empresa de modo diferente. Por isso, as questões de natureza táctico-psicológica de que falámos na terceira parte do trabalho (a começar pela tentativa de captar a confiança de todos os interlocutores) permanecem válidas em cada um destes contactos.

Não queremos, ao terminar esta dissertação, fazer realçar determinada fase do processo como a mais crítica para o sucesso de toda a operação — exceptuando todo o processo que conduz à própria decisão de enveredar por uma política de aquisições — até porque os efeitos de qualquer erro ou mera negligência são cumulativos, dado o carácter sequencial de um processo de aquisição. Porém, não restam dúvidas ao autor que o "factor negociação", visto agora nesta perspectiva mais ampla, dado o carácter emocional que o número indeterminado de relações entre todos os intervenientes (de cada uma das empresas, ou alheios a qualquer delas) faz perpassar por todas as fases do processo de aquisição, tem um forte impacto no estabelecimento de um acordo final.

O carácter teórico deste trabalho não permite fazer relações de ordem entre factores de sucesso, que implicam a sua identificação e quantificação através de testes empíricos. Permitimo-nos, porém,

recordar que o grande número de testes estatísticos efectuados sobre o sucesso das fusões e aquisições tem por base uma amostra de operações (mal ou bem) concluídas. As razões são fáceis de explicar, e prendem-se com o sigilo guardado relativamente aos processos de aquisição e de fusão que não resultaram em acordo.

Acontece que a teia de relações negociais, e a respectiva conflitualidade, é mais densa durante o processo de aquisição do que após o acordo consumado, pelo que as amostras em que tais estudos se baseiam dificilmente poderão dar o devido realce ao impacto relativo do supracitado factor "negociação" no sucesso de uma operação de aquisição ou fusão.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

AAVV, *International Mergers and Acquisitions*, transcrições dos documentos apresentados no seminário Euromoney realizado em Londres a 10/11 Nov 1987

AAVV, *International Mergers and Acquisitions*, transcrições dos documentos apresentados no seminário Euromoney realizado em Paris a 17/18 Mai 1988

AAVV, *Strategies of External Growth; Mergers and Acquisitions*, Lisboa, 2º Ciclo de Seminários de Actualização, UNL/FE/DG, 1982/83

ACHTMEYER, William F.; DANIELL, Mark H., " Integration Planning: Pathway to Acquisition Success", *M&A Europe*, Nov-Dez1988, vol. 1, nº2: 29-36

ADLER, Herbert S., "The Thorough Way to Approach Divestment", *Management Focus*, Mai-Jun: 3-7

ALBO, Waine P. ; HENDERSON, A. Randal, *Mergers and Acquisitions of Privately-Held Businesses*, Toronto, Canadian Institute of Chartered Accountants, 1987

ANÓNIMO, "Quanto Vale a Sua Empresa?", in *Vida Económica*, 15
Abr 1987, nº 42: 27

BASTARDO, Carlos; GOMES, António R., *Fusões e Aquisições (M&A) —
Uma Abordagem de Avaliação de Empresas*, Lisboa, Texto
Editora, 1989

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C., *Principles of Corporate
Finance*, MacGraw-Hill, 1981 (3ª ed. rev. ampl., Singapura,
1988)

CACHUDO NUNES, L., *Cross-Border M&A: A Source of Work, Business
Opportunities and New Clients*, Estoril, Summit
European Conference, 1-4 Jun 1991 (presentation)

CASTE, Jean, "How Non-Quantitative Factors Influence M&A Perfor-
mance", *M&A Europe*, Nov-Dez 1988, vol. 1, nº 2: 37-40

Código do IRS / Código do IRC / Código da CA, Rei dos Livros, 1988
(2ª ed.)

Código da Sisa e do Imposto Sobre as Sucessões e Doações, Rei dos
Livros, 1991 (7ª ed., actual.)

CROSS, Colin P., "Valuing Intangible Assets: Techniques of an LBO
Lender", *M&A Europe*, Mar-Abr 1989, vol.1, nº 4: 44-48

EARL, Peter; FISHER, III, Frederick G., *International Mergers and Acquisitions*, Londres, Euromoney Publications, 1986

FARIA, M. Teresa, *Estatuto dos Benefícios Fiscais - Notas Explicativas*, Rei dos Livros, 1990 (2ª ed.)

FERREIRA, Leonor F., *Avaliação de Empresas*, UTL/ISE (dissertação de mestrado), 1986

GLUECK, William F. ; JAUCH, Lawrence R., *Business Policy: Strategic Formation and Management Action*, 1ª ed., McGraw-Hill, 1972 (5ª ed., JAUCH; GLUECK, *Business Policy and Strategic Management*, Singapura, 1988)

GOODMAN, Sam R., *Scientific Acquisition Analysis and Evaluation*, Englewood Cliffs (New Jersey), Prentice-Hall, (tr. esp. de Manuel Rincón, *Análisis y Evaluación Científica de las Fusiones y Adquisiciones*, s.1. (México), Ed. Diana, 1976)

GROVES-RAINES, Michael; BRYANT, Edward, "Better Human Resource Planning Means Better Acquisitions", *M&A Europe*, Set-Out 1988, vol. 1, nº1: 37-43

- GUILLEBAUD, David, "Edgware: A New Concept in Merger Planning", *M&A Europe*, Mar-Abr 1989, vol. 1, nº 4: 35-42
- HAX, Arnaldo C.; MAJLUF, Nicolas S., "The Use of the Industry Attractiveness — Business Strength Matrix in Strategic Planning", in *Interfaces*, 2 Abr 1983: 54-71
- HAYES; Robert A., "New Emphasis on Divestment Opportunities", *Harvard Business Review*, Jul-Ago 1972: 55-64
- HILDESLEY, Michael; LLOYD, Richard, "Preparing Corporate Divestments: How Better Planning Maximizes Returns", *M&A Europe*, Jul-Ago 1989, Vol. 1, nº6: 39-44
- HOWELL; Robert A., "Plan to Integrate Your Acquisitions", *Harvard Business Review*, Nov-Dez 1970: 66-76
- JEMISON, David B. ; SITKIN, Sim B., "Acquisitions: danger !", *Harvard-L'Expansion*, Inv 1987/88: 105-115
- KREKEL, N.R.A. ; et al., *Ontwikkeling Samenwerking Fusie*, Holanda, Samson Uitgeverij, 1967 (tr. port. de Carolina de Oliveira, *Fusões de Empresas - Objectivos. Plano de Realização*, Lisboa, Ed. Pórtico, s.d.)

LARCIER, Raymond L., *Acheter ou Vendre une Entreprise-
L'Expansion par Absorption*, s.l., Dunod, 1971

LEIGHTON, Charles M.; TOD, G. Robert, "After the Acquisition:
Continuing Challenge, *Harvard Business Review*, Mar-
Abr 1969: 90-102

MAGOWAN, Peter A., "The Case for LBOs: The Safeway Experience",
California Management Review, Fall 1989, vol. 32, n° 1:
9-18

MITCHELL, David, "The Importance of Speed in Post-Merger
Reorganization", *M&A Europe*, Jan- Fev 1989, vol.1, n°3:
44-48

MORCK, Randall; et al., "Do Managerial Objectives Drive Bad
Acquisitions?", *The Journal of Finance*, Mar 1990, vol.45, n°
1: 31-48

OLIE, René, "Culture and Integration Problems in International
Mergers and Acquisitions", *European Management Journal*,
Jun 1990, vol. 8, n° 2: 206-215

PANOS, John E., " Taking the Humane Approach to Post-Acquisition
Layoffs ", *M&A Europe*, Jul-Ago 1989, vol.1, n° 6: 54-58

RAPPAPORT, Alfred, "Strategic Analysis for More Profitable Acquisitions", *Harvard Business Review*, Jul-Ago 1979: 99-110

SAGE, Eugène, *Comment Evaluer une Entreprise*, Paris, Editions Sirey, 1979

SAMUELS, J.M., (org.), *Readings on Mergers and Takeovers*, Acton Society Trust, Londres, Paul Elek Books, 1972

SILVA, António B.; RODRIGUES, José A., *Código das Sociedades Comerciais* (anotado), Rei dos Livros, 1988

TOURNIER, Jean-Claude, *Table des Méthodes d'Evaluation d'une Entreprise*, Paris, Les Editions d'Organisation, s.d.

TRAUTWEIN, Friedrich, "Merger Motives and Merger Prescriptions", *Strategic Management Journal*, Mai-Jun 1990, vol. 11, nº 4: 283-295

WEBB, Michael, *How to Acquire a Company*, 1ª ed., Epping, Essex, Gower Press, 1974 (3ª ed., rev., Aldershot, Hampshire, Gower Publishing Cª, 1981)

ERRATA

<u>pg.</u>	<u>linha</u>	<u>Onde se lê</u>	<u>Deve ler-se</u>
3	6	edgeware	<i>edgeware</i>
5	18	obrigar-nos-ía	obrigar-nos-ia
11	21	procedendo	procedendo-se
17	22/23	será diferente	serão diferentes
21	12	efeito--alavanca	efeito-alavanca
27	15	processs	processos
29	7	especificas	específicas
30	19	especificas	específicas
31	22	sócio, cultural	sócio-cultural
36	pé-pg.3	p.25	p.27
43	pé-pg.	(**)	(*)
46	16	etapas', O	etapas'. O
47	18	e montante	o montante
60	24	relevantes	relevadas

61 Entre o primeiro e o segundo parágrafos, deve ser acrescentado o texto que a seguir se reproduz, o qual, por lapso, fora eliminado:

Usando a primeira perspectiva, obtém-se o valor patrimonial, que poderá tomar uma das seguintes formas: o valor intrínseco — situação líquida corrigida após a auditoria; o valor substancial — a totalidade dos bens postos à disposição da empresa que estejam afectos à exploração; os capitais permanentes necessários à exploração — soma do activo imobilizado necessário à exploração com as necessidades de fundo de maneoio.

Se usarmos a segunda perspectiva, obtemos o chamado valor de rendimento. Este valor pode ser obtido tendo por base três tipos de fluxos=

lucros; dividendos; *cash-flows*. Em qualquer dos casos, corresponde sempre ao valor actualizado dos ^{fluxos} futuros esperados, ao longo de determinado número de anos. Persistem sempre, qualquer que seja a base escolhida para o valor de rendimento, duas questões polémicas: a escolha da taxa de actualização e a escolha do horizonte temporal.

62	6	propiciária	propiciaria
62	5/6	remuneração que um capital \underline{C} , colocado em condições normais, a uma dada taxa i , propiciaria	'remuneração que um capital \underline{C} , colocado em condições normais, a uma dada taxa i , propiciaria'
64	1	trás	traz
64	4	concluí	conclui
64	21	disõe	dispõe
64	25	alvo o	alvo, ao
65	1	segurança	semelhança
65	11	vantagens estratégicas	vantagens competitivas
66	5	do "quadro" indica, de forma rápida,	do "tableau de bord" mostra-nos, através do uso de indicadores fáceis
			de calcular,
66	8	da "pena"	de "saber se vale a pena"
72	pé-pg.		(*) op.cit., p.207
73	pé-pg.	(*) op.cit., p.207	
75	20	<i>post- -deal</i>	<i>post-deal</i>
76	17	de adquirente	da adquirente
77	15	nossos	novos
81	5	vezes	por vezes

83	3	comerciais e fiscais.	comerciais
83	9	monetários.	monetários e fiscais
85	8	em realidade	realidade
85	21/22	o vendedor fica normalmente	o vendedor normalmente
87	26	garantias)	garantias
89	19	propõe-se	pode aplicar-se
90	10	"esvaziar".	"esvaziar" de conteúdo.
92	17	motivações	motivações
94	19	sequêcial	sequencial
94	19	vide 1.6	vide 1.5
95	1	gestçao	gestão
96	5	obrigados	obrigadas
99	6	transacionáveis	transaccionáveis
99	11	lhe	lhes
99	21/22	subir o preço o preço	subir o preço
101	4	empregado	empregados
102	9	oa antigos	os antigos
103	14	o que provoca acréscimos de custos nos <i>earn-outs</i> ?	o que faz aumentar os custos administrativos. São estes acréscimos de custos considerados nos <i>earn-outs</i> ?
104	10	acotrddadas	acordadas
104	pé-pg.		(*) Até 1992 inclusive, este limite é de apenas <u>um</u> ano (cf. EBF, artº 34º)
105	1	(*) Até 1992 inclusive, <i>este</i> limite é de apenas <u>um</u>	

		ano (cf. EBF, artº 34º)	
105	3	sociedades não colectivo	sociedades em nome colectivo
105	14	fiacal	fiscal
105	25	capita	capital
107	21/22	fiacalmente vantajosa, já que dilui o IRS por vários exercícios, o que devido à progressividade, se traduz por economias significativas.	fiscalmente vantajosa. Sendo o IRS um imposto progressivo, o seu fraccionamento por vários exercícios faz baixar a taxa média de imposto, aumentando como consequência o rendimento global disponível.
108	2	contabilístico-fiscal que estão	contabilístico-fiscal. Estão
108	21	fiscias	fiscais
114	6	acções	acções judiciais
115	12	avancámos	avanzámos
116	1	pôr	por